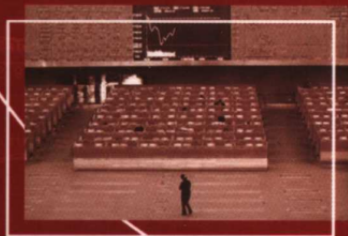
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

GU ZHI QI HUO

股指期货操作精解

● 最详尽的股指期货理论知识，最全面的股指期货操作技巧，理论与实战的完美结合，股票投资者进入股指期货市场的必备宝典

邹建中 著



● 1982年，美国堪萨斯期货交易所推出全球第一张股指期货合约。此后，股指期货在短时间内风靡全球证券市场，极大地影响了投资者在证券市场的交易行为。目前，股指期货已发展成为最活跃的期货品种之一，被誉为20世纪80年代“最激动人心的金融创新”。

廣東省出版集團
广东人民出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股指期货操作精解

邹建中 著

2005/09/26 10/11 10/14 10/20 10/25 10/31 11/03 11/09 11/14 11/18 11/23 11/29 12/02
VOL(5, 10, 20) 1200730.5↓ MA1:1118348.250↑ MA2:1438739.625↓ MA3:1777098.250↓

廣東省出版集團
广东人民出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

股指期货操作精解／邹建中著．—广州：广东人民出版社，2007.4

ISBN 978-7-218-05515-2

Ⅰ．股… Ⅱ．邹… Ⅲ．股票—指数—期货交易—基本知识 Ⅳ．F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2007）第 049186 号

出版发行	广东人民出版社
印　　刷	广东肇庆科建印刷有限公司
开　　本	880 毫米×1230 毫米　1/32
印　　张	11.875
插　　页	1
字　　数	240 千字
版　　次	2007 年 4 月第 1 版　2007 年 4 月第 1 次印刷
印　　数	8,000 册
书　　号	ISBN 978-7-218-05515-2
定　　价	26.00 元

如果发现印装质量问题，影响阅读，请与出版社（020—83795749）联系调换。

【出版社网址：http://www.gdpph.com　电子邮箱：sales@gdpph.com
图书营销中心：020—37579695（直销）】

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



作者简介

邹建中，1954年8月出生于湖南省衡阳市，中山大学岭南学院国际贸易专业研究生结业。曾任广东省人民政府秘书，广东省商业厅办公室副主任，广东省商业物资公司副总经理，广东联合期货交易所副总裁，广东科德投资顾问有限公司执行总裁等职务，现任南宁（中国－东盟）商品集合竞价交易市场副总裁。作者较早接触中国证券期货市场，并在证券期货经营机构担任高管多年，具备丰富的实践工作经验，对股票和期货市场交易品种运作规律的研究颇有心得。曾著有《与庄共赢——新世纪股市新特点与操作新技法》（与鞠英利、张璐等人合著）、《庄股解密——庄股分析与实战》（与鞠英利、张璐合著）等书。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net





封面设计：实线创作室 流野　彭力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序 1

自从世界第一张股指期货合约于 1982 年 2 月在美国堪萨斯城交易所上市交易以来，股指期货至今刚好走过了 20 个年头。20 年来，在国际上几乎所有比较大的期货交易所和证券交易所都推出了股指期货合约，甫一上市，即受市场的热烈追捧，成交量急剧放大，远远超过了商品期货的交易量，迅速成为国际上最主要的金融期货品种。股指期货虽然没有在中国正式上市交易，但人们对此并不陌生。早在十几年前，期货刚一进入中国，人们对它的认识是从恒指期货开始的。以恒指期货为代表的外盘期货曾在国内有过一段风行的日子。由于市场极度的不规范，引发了种种社会问题，以致最终被严厉禁止。近年来，由于中国的股票市场风雨日多，股票价格波动异常，投资者风险日增，直接危及金融市场的安全。于是业界人士纷纷建言：尽快推出股指期货，疏淤泄洪，分化风险，振兴股市。各期货交易所、证券交易所以及一些证券研究机构都在极短的时间内拿出了各自的方案，上报国家监督部门，以期能够在近期内批准上市。一时间内，股指期货的上市问题成了股票市场、期货市场中的热门话题，股指期货大有呼之欲出之势。建中先生此时出版这本专著，对于宣传、介绍、推广股指期货知识，认识我国期货市场推出的第一个股指期货交易品种，意义极大。

邹建中先生从事股指期货的研究多有时日，颇有心得。早在十年以前，我和建中先生一起在广东联合期货交易所共事，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主管广东联合期货交易所的几年时间，在期货交易方面我们作了许多探索。在商品期货方面，进行过诸如交易、交割、结算方式以及仓单贴现、异地交割、升贴水等方式方法的尝试，取得了许多有益的经验，有效地促进了业务的拓展；在金融期货方面，我们也作了许多大胆的探索。比如，在期货市场上较早地推出国债期货并成功地上市交易，开创了券币混合交割的先河。与此同时，广东联合期货交易所最早开展了股票期货和股指期货交易的可行性研究和方案设计，并上报当时的中国期监会，要求上市交易。后因种种原因，未能推出上市。但在十年前就能作出这样的尝试，本身就是一种创举。建中先生直接参与了该项研究，并提出了许多有创见性的看法，对研究工作和方案设计起到了极为重要的作用。建中先生现在之所以能写出这本具有一定分量的书，与他当时参与的这项研究不无关系。后来建中先生又到了广东科德投资顾问有限公司，从事专门的证券咨询研究，这对于他这本书的写作更是有莫大的帮助。可以说，这本书是他多年的汗水、智慧和经验的结晶。

建中先生这本书的最大的特点，不仅全面地阐述了当今国际上流行的几种股指期货的基本理论知识，比较详细地介绍了这几种股指期货品种合约的意义、交易规则，给人们提供了比较全面的股指期货知识，而且最主要的是，建中先生在有了证券市场的经验之后，从实际工作者的角度针对中国证券市场存在的问题，作出了深刻的剖析。尤其对目前国内已经发布的几种股票指数的编制方法，指数的客观性、科学性、真实性、代表性等方面的缺陷，提出了不同的见解和新的思路；特别难能可贵的是，这是一本股票投资者如何认识期货的书，它告诉股票投资者怎样去认识和操作期货，视野开阔、角度新颖，读后深受启迪。目前，关于股指期货我们碰到最多的问题是：怎样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开展指数期货交易？上市后的指数期货的交易风险如何控制？各种不规范的市场行为如何监管？如何有效地利用指数期货进行风险规避？怎样避免指数期货这把双刃剑对我们的伤害？等等，本书都作了很好的回答。相信读者读了这本书后，一定会感到耳目一新，受益匪浅。

股指期货虽然已经在国际市场上推行了 20 多年的时间，期间也取得了许多成功的经验，为金融衍生品的交易提供了一个新的品种，丰富和活跃了期货市场。我国本来应在更早的时间开展股指期货的交易，但由于原有的股票指数与股票之间的相关系数不是太高，指数期货交易与股票交易之间的关联度也相对较低，两者之间的关联敏感度相对较弱，因而股指期货交易还不宜过早推出。幸好的是，我国近年来股票市场上在大力培育机构投资者的同时，也组织了一批大盘绩优股上市，优化了上市公司结构，应该说，推出股指期货的时机成熟了。但是，股指期货要成为一个能给广大投资者有效提供套期保值和套利工具的交易品种，还会有一个过程。即使在股市和期市都相当成熟的国家也很难找到非常合适的股票指数。如在美国股市，经过权重调整之后，股指与股票（个股）之间的关系系数也只在 0.85 左右。没有经过权重调整，其关系系数也只在 0.7 左右。在这样的关系系数之下，股指的变化与相当多的个股没有关系。这样，股指期货交易与股票现货交易之间没有必然的因果通道。因而，股指期货交易只能为部分而不是为全部的股票交易达到转移风险、套期保值和套利的目的。我以为，在研究和推出股指期货的同时，还应该及时地研究和推出股票期货。由于股票期货用现券交割，因而，股票期货交易与股票现货交易之间的关联度极强，期货价格的涨跌对股票现货价格有直接的影响，而且绝大多数的股民可以直接通过股票期货交易来达



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到套期保值的目的，能够实现转移股票现货交易的风险。甚至可以通过期货和现货之间的互动交易来达到获取更大利润之目的。这是我的一点不成熟的想法，给建中先生的这本专著写序的机会，提出来求教于各位专业人士。

以上所写，主要是想为建中先生的大作作一序言。囿于学识，所述之言，难能成序。唯其如此，权当作序。

舒扬

2006 年 11 月

〔《序 1》作者为原广东联合期货交易所总裁，现为南宁（中国一东盟）商品集合竞价交易市场董事长〕

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序 2

众人瞩目的股指期货，几度风雨，几经反复，终于准备在中国金融期货交易所推出了。股指期货的推出，标志着我国证券期货市场上金融期货再度浮出水面，这远远不只是投资大众手里多了一种投资工具，放在中国日益融入国际经济秩序的大背景来考虑，其真实意义就在于我国证券期货市场将进一步开放，并最终与国际接轨。

股指期货，是当今世界上最活跃的期货交易品种之一，在国际市场上，其交易量仅次于利率期货交易而稳居第二。从 20 世纪 80 年代诞生以来，作为股票市场的金融衍生产品，股指期货一直受到众多股票交易者以及各投资机构的关注和青睐。

我们金证科技股份有限公司，长期以来服务于证券期货业，必然十分关心这个行业的健康成长。值此股指期货即将推出之际，为广大投资者普及期货交易知识，介绍如何认识和操作股指期货，当为我们不可推卸的责任。邹建中先生编写的这本《股指期货操作精解》，从一个股票投资者的角度，介绍如何介入期货市场，利用股指期货对股票交易进行套期保值、套期图利和投机，在有效地防范风险的基础上保证投资收益。这本书立意新颖，内容翔实，图文并茂，案例突出，操作性强，读后一定会有所受益。

杜宣

2006 年 11 月

（《序 2》作者为深圳市金证科技股份有限公司董事长）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前　言

股票指数期货，自1982年在美国问世以来，这种虚拟的交易方式在短短几十年间便迅速风靡全球。全世界各著名的证券市场竞相效仿，似乎没有了股指期货的交易，就意味着证券市场仍然带有某种缺陷；没有此交易品种，就代表着证券市场不够完善。

进入20世纪90年代，挟着改革开放的滚滚巨浪，新中国的证券市场逐步走上历史的舞台。就像嗷嗷待哺的孩子，刚刚衔上母亲的乳头就大口大口地吞吃鲜美的乳汁，竟完全没有想到是否会引起消化不良。90年代初期，股票才刚刚进入国人的视野，从街边摆卖的小摊走上柜台，接着又走进证券交易所宽阔的殿堂。而期货这一更让人摸不着头脑的“商品”（早期进行期货交易时几乎所有人都将其视为某种商品的买卖）又接踵进入试点阶段。在对什么商品才适合进行期货交易尚懵然不知，“辣椒期货”、“西瓜期货”让世人目瞪口呆的时候，金融期货又被一些证券交易所、期货交易所列入研究开发和试点之列。1992年深圳证券交易所和海南期货交易所最早进行了股指期货的研究；1993年上海证券交易所将我国第一个金融期货品种——国债期货品种推上了市场，随后广东联合期货交易所、北京商品交易所等近10家期货交易所纷纷开展国债期货品种的交易；1994年广东联合期货交易所进行外汇期货的研究工作。这期间中国人金融创新的高涨热情、宏大气魄和大踏步前进的步伐，让全世界都扎扎实实地刮目相看了一回。1995年，在股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场遇上开市以来的第一个熊市，股票指数和股票交易额急剧向“冰点”接近之际，那边厢期货市场却热火朝天，全年全国各期货交易所的期货交易总额达到17万亿元的历史天量。这是中国股票和期货市场的第一次历史性交汇，在证券交易所和许多证券公司因股票交易低落、入不敷出而依靠国债期货的交易维持生计的同时，期货交易所和期货经纪公司却如雨后春笋一般蓬勃发展。

本来应蹒跚迈步的孩子却在大步飞奔，摔跤在所难免。期货交易尤其是金融期货交易的正面效应尚未显现的时候，其中所蕴涵的种种风险就在大家正兴高采烈、完全没有思想准备时突然而至。“327国债期货交易风波”像一声轰天巨响，惊醒了多少人的“发财梦”，也敲响了必须防范金融风险的警钟。这期间随着股市进入熊市，国债期货崩盘和一系列的期货交易交割风险事件，强烈震动了中国人原来因长期“均贫富”和“大锅饭”而显得脆弱的神经，金融风险已不是“天方夜谭”，而实实在在地发生在身边，出现在眼前。有了这种经历，在尔后发生的惊天动地的亚洲金融风暴面前，中国人竟然发现自己成熟起来了。之后便是对股票市场的逐步规范和对期货市场的清理整顿，其中股票市场实现了“在规范中发展，在发展中规范”的设想，尽管一段时间“推倒重来”的说法甚嚣尘上，“千点论”迫在眉睫，但几经腾落，几经“牛熊转换”，发展的步子基本没停，规范市场也取得丰硕的成果。1999年随着我国《证券法》的实施，宣告股票市场进入全面发展的阶段。2005年正式推出“股权分置”的改革，终于解除了悬挂在股市头上的“达莫克力斯剑”，2006年股市走出了低迷。期货市场在十年前伤了“元气”，期货交易所多数被裁撤，期货经纪公司大量倒闭，期货交易品种大部分被宣布“暂停”，期货交易额急剧萎缩，客户和资金源源流失。经历了漫漫长冬，进入新世纪后方闻到春天的气息，但因为可供交易的品种稀少，虽然交易额有所恢复，却始

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



终在主流经济的边缘挣扎。

历史的机遇再一次显现在面前。股票市场规模的扩大，机构投资者在股市中所占比例不断增加，三类企业、证券投资基金、开放式基金以至保险基金、社保基金不断地被允许进入股市，急需市场提供一种“避险机制”，将股市中可能遇到的交易风险降到最低程度。特别是自2000年上证综合指数冲破两千点后，便一路下滑，历经了近五年的熊市，市值损失一半以上，不但影响了股市功能的正常发挥，也与国家经济蓬勃发展的大好局面相悖。究其原因，其中很重要的一条，就是股市中没有做空机制，看空的因素不能及时和集中地释放出来，只能借助时间慢慢消化。借鉴先进国家和香港的成功经验，开发推出股票指数期货再次被提上议事日程。

这是股市和期市的再一次交汇，但愿这次不再出现此起而彼落的局面，而是充分发挥两个市场的互补功能，让股市和期市互相促进，共同发展。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目　　录

前言 ………………………………………………………… 1
第一章　股指期货对股票投资的影响 ……………………… 1
　一、股指期货与无风险收益 ……………………………… 3
　二、股指期货与做空机制 ………………………………… 7
　三、股指期货与开放式基金 ……………………………… 12
　四、股指期货与股票投资理念 …………………………… 13
第二章　股票指数——对股票价格变动的综合反映 ………… 20
　一、国际著名的股票指数 ………………………………… 21
　二、国内股票指数 ………………………………………… 25
　三、我国现行股票指数的不足 …………………………… 35
第三章　编制全国统一股票指数所需要的基本条件 ………… 47
　一、编制条件 ……………………………………………… 47
　二、我国股票指数期货第一个标的——沪深 300
　　指数 …………………………………………………… 50
第四章　股指期货——证券期货市场的创新 ………………… 57
　一、期货的交易机制 ……………………………………… 59
　二、商品期货 ……………………………………………… 65
　三、金融期货 ……………………………………………… 67
第五章　我国期货的市场基础 ……………………………… 70
　一、开创时期（1990—1995 年） ………………………… 71
　二、清理整顿时期（1995—1997 年） …………………… 72

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、冬眠时期（1997—2000 年） …… 74
四、复苏时期（2000 年至现在） …… 74
第六章 股指期货的作用 …… 76
一、淡化个股变动因素，从而把握股票价格的整体波动过程的作用 …… 76
二、对未来市场风险的防范作用 …… 78
三、发现价格的作用 …… 82
四、为股票市场提供做空机制，提高市场的流动性 …… 84
第七章 股指期货的运作过程 …… 86
一、推出股指期货交易所需具备的条件 …… 87
二、股指期货标准合约的设计 …… 94
三、交易场所 …… 96
四、交易会员 …… 99
五、交易程序 …… 100
第八章 股指期货价格与股票价格的互动 …… 103
一、股票价格的形成机制 …… 104
二、股票价格能被预测吗——股票价格“不确定”论 …… 107
三、股指期货——对股价预期的否定之否定 …… 113
四、股指期货对股价的提前反映 …… 119
五、股指期货对股价波动的放大效应 …… 123
六、股指期货价格对股价今后走势的影响 …… 128
第九章 连接个股价格和股票指数的 β 系数 …… 136
一、投资者如何获得 β 系数 …… 137
二、β 系数在股指期货中的运用 …… 139
第十章 利用基差进行交易 …… 144
一、基差的作用 …… 145

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、基差值的确定原则 …… 146
三、正基差（基差贴水） …… 151
四、负基差（基差升水） …… 152
第十一章　操作前的准备 …… 154
一、入市前的心理准备 …… 156
二、了解游戏规则 …… 160
三、确立“保值为主”的投资理念 …… 161
四、“看菜吃饭”，有多少钱办多少事 …… 162
第十二章　股指期货的套期保值 …… 167
一、证券承销商对套期保值的运用 …… 168
二、指数基金对套期保值的运用 …… 169
三、开放式基金对套期保值的运用 …… 173
四、投资者对套期保值的运用 …… 174
第十三章　套期保值的操作方法 …… 177
一、套期保值的对冲交易 …… 177
二、套期保值需掌握的原则 …… 181
三、套期保值的效率与成本 …… 185
第十四章　股指期货的套期图利 …… 191
一、套利机会 …… 194
二、跨市套利 …… 198
三、跨期套利 …… 207
四、蝶式套利 …… 215
五、套利应掌握的原则 …… 217
第十五章　股指期货的投机交易 …… 220
一、投机者的分类 …… 222
二、正确掌握各种投机机会 …… 223
三、股指期货的投机策略 …… 232

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十六章　股指期货的投机风险 …………………………… 242
一、"神童小子"逞聪明，反误巴林银行性命 ………… 244
二、"金融大鳄"四处点火，最终被烧得焦头烂额 …… 246
三、"杠杆效应"——酝酿投机，国债期货被迫夭折
………………………………………………………… 251
第十七章　股指期货的风险防范及应对 ……………………… 257
一、股指期货引发股票市场的立体"战争" ………… 260
二、做空能量集中释放与扩大效应的应对 …………… 262
三、价格波动扩大，股民心态需调整 ………………… 266
四、追加保证金的紧迫性，参与投资需仔细掂量 …… 268
五、套期保值和套利往往排斥中小散户，使其面
临较大的交易风险 ……………………………… 269
六、股指期货价格出现失真，会加重投资者心理
压力，引起恐慌性抛售 ………………………… 271
七、股票市场与股指期货市场的不对称性，有可
能加剧股指的动荡 ……………………………… 272
第十八章　金融衍生产品市场风险事故分析 ………………… 275
一、美国奥兰治县破产 ………………………………… 276
二、美国长期资本管理基金巨额亏损被迫重组 ……… 280
三、德国金属公司石油期货交易巨额亏损 …………… 284
四、株洲冶炼厂炒外盘期货造成巨额亏损 …………… 289
五、中国航油投机石油期货遭受巨额亏损 …………… 293
附1　期货交易管理条例……………………………………… 295
附2　期货交易所管理办法…………………………………… 321
附3　期货公司管理办法……………………………………… 342

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章

股指期货对股票投资的影响

自从有了股票市场，芸芸众生的经济生活从此发生巨大的变化，人们的喜怒哀乐无不与股市紧紧地连在一起。

股指期货的呼之欲出，先知者已深深感到它给股市所带来的强烈震撼，但大多投资者仍处于混沌之中。

“成也萧何，败也萧何”，股指期货对股市究竟是带来兴旺还是风险呢？这不仅是投资者所关心的问题，更是市场监管者的担心所在。

股指期货交易的实质，是投资者将其对整个股票市场价格指数的预期风险转移至期货市场的过程。通过对股票价格走势的同一判断所采取的不同买卖行为，来抵消和化解股票市场的风险。

1982 年，美国堪萨斯期货交易所推出全球第一张股指期货合约。此后，股指期货在短时间内风靡全球证券市场，极大地影响了投资者在证券市场的交易行为。目前，股指期货已发展成为最活跃的期货品种之一，被誉为 20 世纪 80 年代“最激动人心的金融创新”。

我们今天生活在市场经济的环境里，市场经济给人们感受最为深刻之处，便是机遇无处不在。但你是否想到，在我们谈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

论种种商机时，风险也随时在你身边。

市场经济中，社会资源均由市场配置，在竞争的作用下，资源一般都会朝优化的方向流动。在流动过程中，旧的秩序打破了，新的秩序还在碰撞寻找，从中便酝酿种种市场风险。

金融市场的风险更是显而易见的，人们现在不去说“投资”股票市场或期货市场，而是说“炒”股票、“炒”期货，一个“炒”字，强调了其中的投机功能，宣示了市场风险。

也许有人说，不论股票还是期货，要去“炒”才会有风险，我不去“炒”就不会有风险。这句话，从今天往回看，都可以说是正确的；但从今天往前看，可能很快就不那么正确了。

随着我国改革开放进程的逐步深入，随着全球经济一体化的加速，我国日益融入世界经济体系之中，全球经济的任何一点波动，对我们每一个家庭乃至每一个人的震动都是明显的。如果说，国内汽油价格与国际接轨，只会让有车一族感受国际油价的波动，那么，如果我国资本项目放开，人民币可以自由兑换，每一个国民不论你身在何处，都会感受到外汇汇率的冲击。

这不是危言耸听，殷鉴不远。1997 年，当金融风暴横扫亚洲之际，东南亚各国、韩国以及中国台湾、香港一片狼藉，这时不论是政府还是企业，不论是腰缠万贯的富豪还是升斗小民，都不能从中幸免。香港一些打工一族和经商一族，辛辛苦苦挣钱供的楼房，竟然从资产变为负资产，就是一个例子。

所以，不但投资大众，而且每一个百姓，都应该具备风险防范的意识，了解、掌握一定的风险防范技能和手段。

金融衍生产品，就是为了防范可能出现的金融风险而设计的。所谓金融衍生产品，是指依附于根本产品而衍生出来的金融产品，包括远期、期货、期权、互换等基本的衍生产品，以及这些衍生产品复合而成的衍生产品，如期货期权、互换期权等。目前在国际上，金融衍生产品已有 1000 多种，我国暂时是空白，但不远的将来必会出现。而股指期货，则是最有可能率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

先推出的金融衍生产品品种。

股指期货，是为了化解股票交易中的风险而专门设计的一个品种，与股票交易组合起来，采用套期保值、套利的方式，规避股价波动可能带来的损失并盈利。当然，也可以用之于投机获利，不过这种投机本身是有风险的。

一般人都认为，期货是比股票投机性更强的金融工具，这主要是从期货特有的保证金交易机制说起的。保证金交易，提高了市场效率，减轻了交易成本，也发挥了资金的杠杆作用，是为利；其弊就是如果用于投机，确实有将风险放大的作用。

当“期货”仍然停留在一般商品的领域，它对股票投资者来说，距离还是遥远的，可以无视它的存在。但是，当期货走入金融领域，走入股票指数领域，那么，它对全国7000万股民来说，就是切切实实走入你的生活里来了。



一、股指期货与无风险收益

现代意义的期货市场，诞生于19世纪的美国，出于美国粮食主产区芝加哥的83位粮食经营商的创意。他们创立期货的本意是为了回避粮食经营中不可预测的种种风险。

经营粮食的生产商和批发商，他们所面临的风险主要是：

生产商担心对粮食生产的投入能否收回。投入之后，因粮食收成受天时和地利的影响而成为不可测，所以粮价的波动不可避免。受粮食供求关系的制约，丰产也不一定丰收，谷贱还会伤农。

批发商担心销售利润能否保证。他们虽有稳定的销售渠道和网络，但因粮价的不可测，经营利润无法保证。

为了保证自己的经营是有效率的，粮食生产商和批发商都利用期货市场来回避自己的经营风险。

粮食生产商：

在计算对生产的各项投入之后，根据对今年生产和销售形

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

势的预测，在期货市场上卖出粮食。

举例说明：某粮食生产商为保证每顷土地生产 20 吨玉米，必须投入 3 万元，平均每吨投入成本 1500 元；预计每吨玉米价格在 2000 元，那么每顷土地的利润在 1 万元（2000 元×20－30000 元）。

所以该生产者在期货市场上以每吨 2000 元的价格抛出 20 吨玉米，如能成交，该生产者便放心回去组织生产了；如不能按预期价格成交，会出现两种情况：第一，成交价在预期价格以下，但在成本价格以上；第二，成交价在成本价以下。

第一种情况还是可以接受的，生产者不会改变自己的生产计划；第二种情况如要接受的话，生产者会改变自己的生产计划。那就是降低生产成本，使每吨的生产成本低于成交价格。

此时还会产生一种情况，那就是如果成本降无可降，生产者就会减少自己的产量。因供应减少，价格还会上升到成本价以上。

待到玉米收获时，面临在期货市场交割了，这时期货的价格走势无非是上涨或下跌两种情况，但生产商则根据期货价格与现货价格的比价不同而采取不同的处置方法：

1. 期货市价下跌，跌破原来的成交价；现货价格同时下跌，跌幅超过期货价格的跌幅。该粮食生产商便会在期货市场上履约，以保证自己的生产利润。

2. 期货市价下跌，跌破原来的成交价；现货价格同时下跌，但跌幅比期货价格的跌幅小。该粮食生产商会在期货市场上买进合约与原来的卖空合约对冲，而在现货市场上卖出玉米。

举例：期货成交价位是 1800 元/吨，市价为 1600 元/吨。现货价为 1650 元/吨。

生产商以 1600 元/吨的价格买入期货合约，与原来以 1800 元/吨价格的卖空合约对冲，每吨盈利 200 元。

生产商以 1650 元/吨的价格卖出现货，对比原来卖出期货 1800 元/吨的价格，每吨虽少赚 150 元，但与期货的盈利对冲，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仍多赚 50 元/吨。

3. 期货市价上涨，高于原来的成交价；现货价格同时上涨，涨幅低于期货价格的涨幅。粮食生产商仍会在期货市场上履约。

4. 期货市价上涨，高于原来的成交价；现货价格同时上涨，涨幅高于期货价格的涨幅。生产商便会买入期货合约与原来的卖空合约对冲，而在现货市场卖出玉米。

举例：期货成交价为 1800 元/吨，市价为 1900 元/吨，现货价为 1950 元/吨。

生产商以 1900 元/吨的价格买入期货合约，与原来的卖空合约对冲，每吨亏损 100 元。

以 1950 元/吨的价格卖出现货，对比原在期货市场 1800 元/吨的价格，每吨赚 150 元，对冲期货的亏损后，仍多赚 50 元/吨。

粮食批发商：

通过销售渠道向外地销售粮食，并预先同粮食零售商签订供货合同。为了锁定粮食价格波动的风险，在签订粮食供货合同时收取一定数量的定金，并从期货市场买入同等数量的粮食期货。

待到粮食收获，需履行供货合同时，如粮食价格的波动范围在原预期值以内，执行合同不成问题。如粮食价格有了较大的变化，执行合同会有困难，但因为期货市场的存在，批发商的风险被有效转移。

举例：粮食批发商按 1900 元/吨签订玉米供货合同，并按每吨 5%（95 元）收取定金；粮食批发商在期货市场按 1800 元/吨买入玉米期货。玉米收获时会出现以下情况：

1. 玉米价格下跌，但跌幅不超过 5%。粮食零售商为了不损失定金，会执行供货合同。

2. 玉米价格下跌，跌幅超过 5%。粮食零售商也许会违约，宁愿损失定金而不执行原供货合同的价格。

如玉米价格的现货跌至 1780 元/吨，而期货价跌至 1790 元/吨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当零售商违约时，批发商须在期货市场以 1790 元/吨的价格卖出玉米合约与原来的买入合约对冲，每吨亏损 10 元，但收取的定金可以补偿损失。

3. 玉米价格上涨，现货价的涨幅超过期货价格的涨幅，批发商在期货市场履约，并执行供货合同。

4. 玉米价格上涨，期货价格的涨幅超过现货价。

如玉米现货价格为 1930 元/吨，期货价格为 1940 元/吨。批发商会在期货市场以 1940 元/吨卖出期货合约与原来的买入合约对冲，每吨赚 140 元；同时在现货市场上以 1930 元/吨买入现货，仍按 1900 元/吨的价格执行合同，在现货上每吨亏损 30 元，但与期货的利润对冲后，每吨仍多赚 10 元。

通过期货市场，不论是粮食生产商还是批发商，都有效地回避了自己的经营风险，从而保证了自己的无风险收益。以此为发端，商品期货迅速从农产品的玉米、大豆、小麦、豆粕、棉花、猪肉、牛肉发展到工业品的原油、成品油、铜、铝、铅、锌、橡胶、白糖等等，全世界比较发达的市场纷纷成立期货交易所，推出期货交易品种。20 世纪 70 年代末以来，以股指期货、外汇期货、利率期货为代表的金融期货推出市场，取得了爆炸式的快速增长，在全球期货交易远远超过实货交易规模的基础上，金融期货占了期货交易 80%以上的交易份额。

股票指数期货，同样为投资股票提供获得无风险收益的机会。

投资股票，其目的无非两个：一是投资于股票的内在价值，以获得股票的红利分配；二是投资于股票的成长性，以获得股票价格上升的差价。在这两个目的的追逐过程中都存在许多不确定因素，因此使股票的投资行为面临风险。而通过股票指数期货，可以使投资者针对自己的每一项投资行为，都安排保值或者套利，从中获得无风险收益。

例如，某投资者预测股票市场将在 3 个月后见底，打算筹集 100 万元资金投资股票。可是自己的资金在银行为定期存款，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3个月后到期。如提前支取，将损失定期存款的利息；等3个月后才进入市场，又担心失去抄底的机会，增加股票投资的成本。

目前股票市场的指数为1200点，而股指期货的价格是1230点。因此该投资者买入100万元的股指期货合约（假设股指期货合约的保证金按10%收取，仅需投资10万元）。3个月后，投资者筹集到资金时，股票市场会发生如下情况：

第一，股票指数下跌。比如股票指数跌至1160点，而股指期货合约的价格跌至1190点。

该投资者需在1190点卖出100万元的股指期货以对冲原来买入的合约，亏损40点。但他可以在1160点比原来预期低40点买入股票，同时也降低投资成本。

第二，股票指数上涨。比如股票指数涨至1280点，股指期货合约价格则从1230点涨至1310点。

该投资者在1310点卖出股指期货合约以对冲原来买入的合约，赚取80点，将赚取的利润补贴到股票市场，在1280点买入股票。

这时，该投资者获取的无风险收益包括：

——因为股指期货的套期保值功能，在未来3个月内，不论股票指数是下跌还是上升，都不会影响该投资者购买股票的成本。

——原打算用来购买股票的资金，可获得银行的定期存款利息。



二、股指期货与做空机制

所谓做空机制，就是证券市场上允许卖空行为的一种制度安排。目前我国股票市场很长时间内不允许卖空行为，投资者希望在股票投资上赚取差价，只有在股票价格上涨的过程中才会实现。如遇到股票价格下跌，不是出逃便是被套，盈利是不可能的。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

缺乏做空机制的股票市场，牛市思维一再受到投资者追捧，股指拉高了希望再拉高，风险无法及时释放；一旦股指从高位下跌，一片杀跌现象，大家恐慌出逃，多头无法有效地设立狙击线，股指从此陷入漫长的调整。没有做空机制的股票市场，降低了市场的效率，影响了市场的稳定发展。

（一）没有做空机制，多空双方力量的不对称会造成市场失衡

金融产品的价格与一般产品的价格形成机制是有区别的。一般产品的价格形成主要受供求关系的影响，其产品的生产需要一个过程，而且消费的模式也是相对稳定的；而金融产品的价格却不太受供求关系的影响，而是决定于风险与收益的均衡。一旦产品的收益预期高于风险，也许会在瞬间爆发出强大的购买需求，受到市场的热烈追捧。在股票市场上，不论是个股还是指数，都有可能出现“井喷式”的行情，价格拔地而起，直上云霄。一旦出现这种上升行情，从四面八方汇集过来的资金源源不断地流入股市，展开对股票无选择地热烈追逐，促使股票价格节节拔高，不可遏制。股票与资金的每一次交换，都意味着股票价值的增值，会给投资者带来利润，市场上洋溢着一片喜气，成交量也会逐步放大，资金继续向股市涌动，表现为典型的资金推动型行情。

相反，当股票价格下跌的过程中，股票与资金的每一次交换，都意味着股票价值的缩水，投资者利润的减少甚至亏损，市场上笼罩着一片阴暗，成交量日渐萎缩，资金不是被套就是割肉，欲立即逃离市场而不能，只能边拉高边出货，股市陷入漫漫熊途。

牛市与熊市，做多与做空，资金的流入与流出，造成两种市况动能的不对称，牛市中动能聚集过快，可以在短时间内推动股价节节拔高。而熊市中因缺乏做空机制，动能无法在短时间内消散，只能靠反向做多才能脱身，造成市场的“牛短熊长”，无法及时消散的做空动能长期在市场中作用，极大地影响

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了市场的稳定。因此，在市场中需形成这么一种机制，牛市中它能制约做多动能过快地集中，熊市中它又能帮助做空动能迅速地消散，它就是做空机制。

（二）没有做空机制，既提高了市场的交易成本又降低了流动性

缺乏做空机制的股票市场，当股票价格下跌的时候，投资者唯有抛售手中股票出逃。一旦来不及斩仓，就可能被套在高位；你如果不希望深度割肉的话，资金从此就沉淀下来，不但要承受股票市值亏损的痛苦，还要承受占用资金的负担。

漫漫熊途，沉淀的资金日积月累，成交量急剧萎缩，市场的流动性减弱，股票市场成为没有效率的市场，市场功能无从发挥。我国的证券市场，自 2001 年 7 月到 2006 年初，上证综指从 2230 点跌至 1000 点附近，近五年半的熊市，不但与基本面的走势相背离，而且使股市的市值蒸发掉 50%，日成交量从 300 多亿元降低到几十亿元，市场的融资功能大幅降低，机构投资者与中小散户损失惨重，证券经营机构惨淡经营。股票市场从最具活力的时代“宠儿”，似乎变成时代“弃儿”，在 2003 年 8 月由此展开了一场股票市场是否“边缘化”的大讨论。

（三）没有做空机制，市场风险因无法即时释放而累积下来

因为没有做空机制，股票价格上涨时才有赚钱机会，所以市场往往形成单边市，在赚钱效应的作用下，后续资金蜂拥而入，推动股价不断上涨。按照金融资产的定价原则，当产品的风险大于收益预期时，产品价格应开始下降。但这种理性判断却往往被只有单边市才能赚钱的欲望所制约，不论是机构还是散户都在进行着一种“博傻游戏”，目的是让别人而不是自己接这最后一棒，玩这种游戏的结果，便是市场做多的能量被发挥到极致，在不断推高股价的同时也将风险累积了下来。

空方因手中没有反击的“筹码”而无所作为，须等多方成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

强弩之末，再也无力推动大盘上涨时，累积的风险就像雪崩一样铺天盖地而下，市场从此陷入漫长的下跌和调整。我国证券市场的经历已经对这一过程反复做了说明。

1996 年初，因我国国民经济经过三年整顿有望实行“软着陆”，出于对新一轮经济快速增长的预期，股市大幅造好，走了一年的牛市。股票指数从年初的 512 点（上证综指）攀升到 1250 点的高位，升幅达 250%；上海证券交易所的日成交量也从年初的不到 30 亿元，急剧放大到最高日成交 675 亿元，一般每日也有 300 亿元以上的成交量，比年初放大了 10 倍以上。市场风险已经突显，但做多气氛却依然浓厚，空方力量根本无法抗衡。证券监管部门感知到市场中酝酿的巨大风险，但苦于市场中没有有效的制衡手段，只好借助于行政力量进行干预。从 10 月 31 日至 12 月 16 日不到两个月的时间内，采取了包括发出《关于严禁操纵证券市场行为的通知》、查处违规融资入股市的银行、处罚透支认购新股的机构、清查券商透支行为、股票市场实行涨跌停板制等措施，直至《人民日报》发表特约评论员的文章《正确认识当前的股票市场》，大大小小一共采取了 12 项措施（俗称“十二道金牌”），才将股价疯长的势头遏制下来。

紧接着在 1997 年初，股市仅仅休息了不到两个月，1 月底再次发动，股票指数从 900 点直冲 1500 点，再次上涨了近 70%。迫使证券监管部门又连续祭出包括将证券交易印花税从 0.3%提到 0.5%、严禁国有企业和上市公司炒股、禁止银行资金违规流入股市、大力查处违规机构等等重手措施，股市亦从此进入了两年之久的熊市。

显然，靠出政策来遏制股价上涨过快，是我国在股市发展之初，股市还不太规范的情况下不得已而为之的手段。动用行政手段，对市场有直接作用，见效快，但对市场的“硬伤”也十分严重，其后遗症会长期困扰股市。

依靠市场内部的运行机制，能否找出一些能及时向市场提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出风险预警，调节市场中多空力量对比，适时释放市场风险的方法呢？于是，便有人想起了国际成熟市场中运用的做空机制。

（四）没有做空机制，市场缺乏规避风险和套利的手段

在没有做空机制的市场，投资者的买卖行为只能是单向的，就是买进—卖出。一旦出现价格波动，投资者为了回避风险，唯一的方法就是将手中的股票卖出。在下跌过程中卖出股票，会造成亏损；而且如果自己手持的是一只优良股票的话，当大盘下跌时，将面临卖还是不卖的困难选择。

而如果利用做空机制，股市的投资者可以免去选择的许多尴尬，在股价回落时进行卖空保值或套利，不但可以减少损失，甚至可以盈利。

我们可以假设一下，如果允许卖空，当股价回落的时候，假如自己手中持有的是弱势股票，在抛出持有股票时，同时加大卖空力度，等股价见底时再买入股票平仓，用做空股票赚取的利润补贴抛售自己持有股票的损失。

或者，当大盘回调时，自己持有的是强势股票，大盘回调过程中，强势股微跌甚至不跌。这时利用做空机制，在继续持有强势股时，抛空市场上的弱势股，等到大盘回调到位时买入平仓，不但可以给自己持有的股票保值，而且可以套利。

除了股票市场自身的做空机制以外，也可以利用其他衍生产品，如股票期货、股票指数期货所具有的做空机制，与股票交易组合起来，达到回避风险和套利的目的。

做空机制，既然是一种卖空行为，就会带有一定的投机性，而且这种投机性，会起到放大作用，给市场形成冲击。比如在1997—1998年亚洲金融风暴期间，乔治·索罗斯就是充分利用了香港证券市场上的做空机制，在股票市场和恒生指数期货市场上连续做空，从中进行大规模套利。后来香港政府的反击措施中，便包括了对做空机制的修改。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、股指期货与开放式基金

开放式基金，是指基金规模不是固定不变的，而是可以随时根据市场供求情况发行新份额或被投资人赎回的投资基金。

自从 1924 年美国设立世界上第一只开放式基金——马萨诸塞金融信托基金以来，经过 80 年的发展，开放式基金已成为证券投资的主要潮流。我国于 2001 年 9 月成立第一只开放式基金——华安创新，数年来已取得飞速发展，到 2003 年 10 月，共成立 43 只开放式基金，总发行规模达到 975.69 亿份基金单位。

和封闭式基金相比较，开放式基金最大的优势是给投资者以充分的选择权。封闭式基金近似于“大锅饭”、“铁饭碗”的管理方法，投资者对此曾有微言，更何况 2000 年某杂志上一篇关于基金黑幕的文章，把封闭式基金闹得灰头土脸。而开放式基金则打破了这种“大锅饭”和“铁饭碗”，基金规模是不确定的，运作得好可以随时发行基金，投资者会踊跃认购；运作得不好，投资者又可以随时去“赎回”。这种运作方式，更贴近市场，有利于竞争，因此受到投资者欢迎。

但是，开放式基金的运作方式也同时蕴含了市场风险。在没有做空机制的市场，投资者的一般行为方式，是等到股价上涨时才开始购买，股价涨得越高则成交量越大，这种行为也会运用到对开放式基金的购买上。在开放式基金净值开始增值时，投资者选择购进基金份额；当基金净值开始下降时，投资者会选择“赎回”。而基金净值开始增值时，恰恰是基金手持的股票价格开始上涨时，大量认购基金的现金回到股票市场，进一步推动股价上涨，必然会引起基金持有股票成本的步步上升。股票指数一旦见顶，投资者便停止购买基金，而且会要求“赎回”。基金在高位买入股票，如抛售会出现亏损；如不抛出，赎回的压力使资金链十分紧张。若出现股价大的波动，会给基金带来很大风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，开放式基金的管理公司，会奉行稳健经营的风格，严格控制仓位和采用投资组合的方式来回避风险。但市场上的系统风险，靠上述方法还是不足以有效防范的。

所以开放式基金是需要市场的做空机制为自己提供反向操作的机会，运用套期保值或套利的手段回避风险。



四、股指期货与股票投资理念

我国证券市场经历了从无到有的过程，从蹒跚学步一步步成长壮大。伴随着证券市场的发展，投资者群体也逐步成熟起来，投资理念从混沌走向明晰，正在逐步与国际上的成熟投资理念接近。但是，我国毕竟有自己的国情，证券市场发端于计划经济向市场经济过渡的时期，计划经济的许多痕迹尚待清理。有性急者曾提出要中国股市“推倒从来”，这肯定是不能为大家所接受的。既然不能“推倒从来”，就需要耐着性子，投石问路一步步来解决，而投资理念则需要适应证券市场的现状，一步步适应、调整、确立。

投资理念的确立，以对证券市场的投资分析为基础。而证券投资分析，就是以测定投资的证券价值为目的，将所有影响该证券价格的因素作出评估、检查及审核的一系列活动。它包括技术分析和基本面分析两大方法。

（一）技术分析方法

技术分析是直接从证券市场的市场行为入手，透过图表、技术指标和记录，探求证券价格变化的规律性，由此来预测证券价格的变动趋势的分析方法。

1. 技术分析对于投资者投资决策的有效可行性是建立在以下理论基础之上的：

（1）市场行为体现一切信息。市场行为指证券的交易价格、成交量、证券价格的涨跌状况等一切市场因素的综合体现。投



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者只要研究这些市场行为就能了解目前的市场状况，而不需关心背后的影响因素。

（2）价格变动具有趋势性。证券价格的变动如物理运动一样在未受外力作用之前将保持原有的惯性。

（3）证券交易行为遵循着周而复始、循环向上的变化规律，特别是某些典型的变化趋势更会重复出现。投资者可以运用统计分析的研究方法，整理出一套行之有效的操作原则。

2. 技术分析的主要方法。

（1）图表解析法。

即通过市场行为所构成的图表形态，来推测未来的股价变动趋势。

①线性分析。主要是通过 K 线组合的特点，以日线图中 3 至 5 天的行情变化为对象，对短期股价走势所做的分析。许多时候必须把它放到长期行情中去分析理解。

②图形分析。证券价格经过一段时间的盘档整理之后，图形上形成有一定规律的几何形态，它们分别反映着证券价格变动的不同特点，据此可对证券价格的未来变动趋势是反转抑或盘整作出判断，此即图形分析。可大致分为反转形态、整理形态、缺口及趋向线等。

反转形态。指价格趋势逆转所形成的图形，包括头肩顶、头肩底、V 型反转、多重顶（底）、潜伏底等，一般视作价格由涨转跌或由跌转涨的信号。

整理形态。是指价格经过一定时间的快速变动之后，不再前进而在一定的区域内上下窄幅变动，直到有效突破才又继续原来的趋势。这类形态包括对称三角形、上升三角形、矩形、旗形、岛形、盘形、头肩整理形态等。

缺口。是指价格在快速变动中有一段价格没有任何交易，显示在价格趋势图上是一个真空区域，这个区域称之为缺口。缺口分普通缺口、突破缺口、持续性缺口与消耗性缺口等。普通缺口多在盘整时期形成；突破缺口形成于反转或盘整形态后，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



表示真正的突破已实现；持续性缺口在上升或下降途中出现，可用来量度后市继续波动的幅度；消耗性缺口一般伴随快的大幅的价格波动，出现于恐慌性抛售下跌或消耗性上升的末端。

趋向线。连接价格波动高点的直线为下降趋势线，连接价格波动低点的直线为上升趋势线。下降趋势线是每次回升的阻力位，上升趋势线是每一次回落的支持位。

（2）技术指标分析法。

技术指标是由价格、成交量、涨跌股票数及涨跌时间等运用数学上的计算程式计算而得。

"价格平滑"指标。采用移动平均的方法计算而得的价格平均数，最典型的是移动平均线。派生指标有乖离率（BIAS）、平滑异动移动平均线（MACD）等。

"买卖双方能量对比"指标。买卖双方的力量对比是价格变动的直接动力，买方力量强则价涨；卖方力量强则价跌。通过比较一段时间内价格涨跌的规律性可用来分析买卖盘的实力和意向，进而判断股价的变动趋势。常见的这类指标有威廉指标（%R）、相对强弱指标（RSI）、动量指标（DML）、随机指标（KD）、腾落指标（ADL）及心理线（PSY）等。

"市场动力"指标。一切外部力量对证券价格的作用最终均集中体现在资金的增减变化之中，而资金的流向又通过成交量表现出来，所以成交量是价格的先行和推动力，市场价格变动必须有量的配合，价格升降而成交量不随之升降，则市场价格趋势变化难以维持。据此用成交量的增减变动计算得出的"市场动力"指标可用来判定价格变动方向。这类指标有成交量（V）、能量潮（OBV）等。

另外，目前在市场上比较流行的技术分析方法还有波浪理论、江恩理论等。

技术分析是国际上进行证券投资的一种重要分析手段，它不仅对股票价格的分析是有效的，而且对期货和其他金融衍生产品的价格走势分析也是有效的。国际上曾产生了一批技术分



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

析大师，对证券投资分析产生重要的作用。我国证券市场的发展仅仅十几年时间，一开始技术分析的语言状如“天书”，只为极少数证券分析师掌握。随着证券投资的普及，技术分析的方法也越来越为大家所了解和运用，从而减少了投资的盲目性。

技术分析对基本面分析而言，虽同列为股市分析的两大基本方法，但所处地位却是有所不同。有人认为，似乎技术分析只是散户才用的分析方法，机构是不看技术分析指标的。有人认为技术分析是“看图说话”，是没人看得懂的“语言”。但技术分析问世有上百年了，它的存在本身就说明了它的价值。对一般投资者来说，进行基本面的分析成本偏高，掌握难度大，而且没有一套公认的衡量标准，不如技术分析简明清晰。对机构投资者来说，也许不需要技术分析的手段来选股，但也需要技术分析作为他选择买卖时机的参考。况且，机构投资者的操盘痕迹，会通过技术分析显示出来。股市中的机构和散户是一对矛盾，而技术分析则是他们之间进行联系的一道桥梁。

（二）基本面分析方法

基本面分析法是对发行该证券的企业的财务状况、经营状况以及影响上市经营的客观政治经济环境等要素进行的分析。它通过分析企业的资产内容、经营状况、产业动向及一般经济形势等，计算此种证券的投资价值，再与该证券的市价作比较，以决定投资的方式。

基本面分析方法主要包括：

1. 公司分析。

包括公司的财务分析和质因分析。

（1）财务分析，即对公司财务报表的分析。

①财务趋势分析。根据公司连续数期的财务报表，比较各期有关项目金额，以揭示当期财务状况与营业情况增减变化的性质与趋向。它包括损益表、资产负债表及留存收益表的趋势分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

②财务比率分析。是在同一张财务报表的不同项目之间、不同类别之间或在不同财务报表如资产负债表和损益表的有关项目之间，用比率来反映它们的相互关系，从中发现和据以评价公司的财务状况和经营中存在的问题。

（2）质因分析。

质因分析是对公司所属产业状况、公司在产业内的地位和产业内竞争情况等进行分析。

①公司外部环境的分析。即对产业状况、产业内竞争情况、产业环境以及资源供给、产品需求等的分析。

②公司内部环境分析。对公司的经营管理情况、工艺装备及技术水平等进行的分析。

2. 经济周期分析。

股票价格的波动在经济周期的各阶段呈明显的规律性。经济上升阶段，企业为满足市场需求，会不断地扩大生产规模，利润也随之增加，股价也能呈稳定的上升趋势；在经济发展停滞甚至下降的时候，市场需求会急剧萎缩，产品滞销，引起企业利润下滑，股价也随之呈下降趋势。对经济周期的把握，有利于投资者决定在各阶段的投资策略。

3. 市场利率的分析。

市场利率是最重要的宏观经济指标之一，它与股价的关系特别密切，一般规律是利率上升，股价下跌；利率下降，股价上升。

4. 经济因素分析。

是国家在一定时期内，实行经济的有关政策从而影响股市的情况分析。

5. 非经济因素的分析。

指由于国际政治形势、外交关系的变化、战争爆发以及社会政治事件的发生，如国家领导人的更换和政权更迭等直接影响经济形势的因素，通过这些变动的因素会造成股市的动荡，进而影响股票价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基本面的分析，一般为大机构在进行证券分析时所采用。又逐渐分成两个大的流派：内在价值型和成长型。

内在价值型：投资股票的目的主要是为了每年收取现金（股息）红利。股票内在价值是未来现金流（投资者收到的现金红利）的贴现。

成长型：购买股票的目的主要是获得价格差而非现金红利。

有人在分析了美国近 50 年来证券投资理念的变迁之后，发现正是这两种投资理念交替起主导作用的过程。19 世纪主要投资铁路股，20 世纪早期是钢铁股和汽车股，50 年代是铝工业股，60 年代是电子股和塑料股，70 年代是石油股，80 年代是生物制药股和房地产股，90 年代是亚洲四小龙股和网络股。目前正是传统绩优蓝筹股的回归过渡期。

20 世纪 60 年代，是成长型投资理念盛行的时候。多年来传统行业 5～10 倍市盈率规则被 50～1000 倍取代。1961 年，数据控制公司的市盈率达 200 多倍，连增长稳健的 IBM 和德克萨斯仪器公司的市盈率也达到 80 多倍。过去的以市盈率倍数为核心，注重未来现金流的稳固基础的理论让位于注重投资者心理因素，“高买高卖，顺势而为”的“空中楼阁”理论。

在追求高市盈率的同时，概念股是成长型投资的必然产物和升华。20 世纪 60 年代，施乐公司的静电复印技术的革命性发现吸引了所有业绩优良的基金经理。后来这种概念化的投资策略发展到任何概念都行的地步。实际上，概念公司经常出现的问题是扩张太快、负债太多、管理失控等等，公司的经营管理存在很大风险，成长的不确定性很大。当 1969—1971 年的熊市来临时，概念股的跌幅比涨幅还大、还快，以后很多年，华尔街都不再提业绩奇迹和推崇概念。

20 世纪 70 年代，恢复了理性和稳健的原则，投资关注的是有令人信服的增长纪录的蓝筹股，如 IBM、施乐、柯达、麦当劳、迪斯尼等。这些被称为“一锤定音”股，意即选准一只股票长期投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20 世纪 80 年代和 90 年代，随着高科技浪潮的到来，成长型投资理念卷土重来，同样创造了一个又一个股市神话，几乎是 60 年代的克隆版，仅仅是改变了投资股票的名称而已。

通过对美国股市投资理念变迁的了解，研究者还发现股市投资理念的周期性变化同股票市场筹码结构的调整过程有完全的一致性。在经过一轮投资高潮之后，被低估的市场筹码逐步调整到更积极、坚定的投资者手中。一旦这种市场筹码结构转换的调整完成或时机成熟，新一轮的市场热点或周期就不远了。

我国的股票市场尚在发展初期，由于市场本身的制度性缺陷、投资者结构还不完善以及投资者素质问题，在市场上推崇成熟的投资理念还很难形成气候。不论是内在价值型或成长型的投资理念，在我国都要有一个培养和发育的过程。如果说，2001 年以前的股市基本为成长型投资理念主导的话，那么之后的几年熊市，是否在酝酿着投资理念的变化和市场筹码的转换呢？如果是这样的话，那对我国股市的发展将会起决定性的作用。

市场在呼唤着一个绩优蓝筹股群体的出现，在这个群体中，才能聚集人气，才能重塑股市值得投资的形象。所以适时推出我国的股票指数期货是有利的。推出股票指数期货，作为股票指数的成分股，必然成为市场的投资热点。香港推出恒生指数期货后，其作为恒指成分股的 33 只股票，始终吸引了市场上 75%以上的成交量。而能入选指数成分股的股票，一般都具有盘子大、业绩优良、有行业代表性的特点，恰与引导市场投资的方向一致。而且推出股票指数期货后，又可以给投资指数成分股提供套期保值和套利的机会，使投资这些股票多了一重保障。可以说，股票指数期货是成熟投资理念的催化剂。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章

股票指数——对股票价格变动的综合反映

股票指数，看似一组简单的数字，其实内有玄机。上海、深证交易所的综合指数和成分指数，仅因权数的计算不同，结果便出现巨大的反差，甚至背离。

世界各国从事股票指数的开发研究已有上百年的历史，以至最能反映股票市场形象的就是股票指数，现在可以说，没有股票指数就没有股票市场。

20 世纪 80 年代出现的股票指数期货，给股票指数以新的意义，并孕育了证券市场一场新的“革命”。

指数，按一般意义理解，即综合反映由多种因素组成的经济现象在不同时间或空间条件下平均变动的相对数。所谓股票指数即是指股票市场中全部股票价格（综合指数）或一部分股票价格（成分指数）在不同时间和空间条件下平均变动的相对数。

股票指数对股票市场的作用是显而易见的。一是股票指数可以综合性地反映股票价格的变动程度和总的动态。股票市场中的股票有成千上万，每只股票的价格每时每刻均在发生变化。从个股的价格变化，我们无法观察出全部股票或者我们所关注的某类股票其整体的价格变动程度和运动态势。借助于股票指数，可以将不同股票的成交数量和价格变动综合起来而形成一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

组统一的数量关系，通过对基期以及任一时期指数的相互对比考察其数量的变化，从而把握股票价格的总体变化程度和运动态势。二是股票指数为股票价格的变化提供了一种分析工具。股票指数实际就是对股票价格的变动状态提供了一种“标杆”，通过“标杆”的轨迹可以了解股票价格变动的过去、现在并据此推算它的将来。



一、国际著名的股票指数

1. 道·琼斯股票平均数及其指数系列。

道·琼斯股票指数是由美国《华尔街日报》出版商道·琼斯公司编制和公布的一种主要股票价格平均指数。它是当今世界上最常用，也是最为人们熟悉的股票价格指数。道·琼斯指数首次公布于1897年，由当时证券市场上20种主要铁路股票平均指数和12种主要工业股票平均指数组成。其最初的计算方法是用简单算术平均数，就是将股票价格指数除以股票种数。后来由于经济结构的变动，发生股票分细及发行新股等情况，计算方法才有变化，以保证其平均数不受影响。以后各期的道·琼斯指数均以1928年10月1日为基期。道·琼斯指数具体包括四组指数：

（1）工业股票平均指数。由30家美国最著名的工业公司股票指数组成。

（2）运输平均指数。由20家最大的铁路公司、轮船公司和航空公司的股票价格指数组成。

（3）平均指数。由15家最大的公用公司的股票价格指数组成。

（4）平均价格综合指数。由前三组股票价格指数综合计算而得。

道·琼斯指数所用的股票共有65种，它们都是在纽约证券交易所上市。道·琼斯指数每小时计算一次，迅速反映美国股



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票市场的行情变化，许多年来一直被人们认为是反映美国以至世界经济与金融行情变化的最为敏感的权威性指标。报纸杂志和广播电视中通常引用的道・琼斯指数一般指道・琼斯工业股票价格指数。它最具有代表性，是投资者比较各个不同时期的证券行情变化及其发展趋势，从而决定投资与否、投资多少的重要依据。

2. 标准普尔股价指数。

也称标准普尔500种股票价格综合指数。由美国最大的证券研究机构标准普尔公司采用加权平均的方法编制发表的、反映美国股票市场行情变化的一种股票价格指数。

标准普尔股票价格指数最早编制于1923年，当时所选股票仅为233种，1957年后扩大为500种。其中工业股票425种，铁路股票15种，公用事业股票60种。1976年7月开始，重新调整了该指数股票的构成，改为工业股票400种、运输业股票20种、公用事业股票40种、金融业股票40种。标准普尔500种股票指数，以1941—1943年间的平均数为基数，并以“10”作为当时的指数值，单位为“点”。1957年以前发表的是每日和每周的指数，1957年以后，经过调整，以每种股票的发行量为权数，并以此为基础计算出一个综合价格指数，由美国《商业周刊》定期发表。

标准普尔股票价格指数十分接近在纽约证券交易所上市股票的市场平均价格（以美元计）。例如1957年第一次发表的标准普尔股票价格指数为“47”，而当时在纽约证券交易所上市的股票每股平均市场价格为45.23美元。以后一直保持这种相接近的关系。

与道・琼斯平均指数相比，标准普尔股票价格指数包含的股票范围比较广，它包括纽约证券交易所上市的好、中、差等不同类型的证券，市场价值占纽约证券交易所上市股票的75%以上，而且以发行量为权数，因而能够更加全面、准确地反映美国股票市场价格的变动。不过从多年的实践来看，尽管两种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票指数的编制方法存在某种差异，但其运动规律是基本一致的，而且道·琼斯平均指数大体上一直是标准普尔股价指数的 10 倍。

3. 纽约证券交易所股票价格综合指数。

纽约证券交易所于 1966 年 6 月开始公布纽约证券交易所上市的普通股股票价格指数。该指数的计算方法是把在纽约证券交易所交易的 1570 种普通股票按价格高低分开排列起来，然后分别计算金融、运输、公共事业和工业股票指数。金融业股票指数包括投资公司、储蓄存款协会、分期付款融资公司、商业银行、保险公司和不动产公司等 223 种股票；运输股票指数包括铁路、航空、轮船、汽车等公司的 65 种股票；公用事业股票指数包括电报电话公司、煤气公司、电力公司和邮电公司等的 189 种股票；工业股票指数由 1093 种股票组成。

纽约证券交易所股价综合指数采用加权平均法，以交易额为权数，每半小时计算和发表一次。该指数以 1965 年 12 月 31 日为基期，为了使这个指数接近在纽约证券交易所上市的股票平均价格，令基期的指数为 50，当时在这个交易所上市的股票平均价格为 53.33 美元。

4. 金融时报股价指数。

由英国金融著名报纸《金融时报》编制的。该指数包括三种股价指数：第一种指数包括 30 种股票，第二种指数包括 100 种股票，第三种指数包括 500 种股票。通常所说的金融时报指数是指第一种指数，它是由 30 种有代表性的工商业的股票所组成，以 1935 年 7 月 1 日作为基日，基期定为 100。

5. 日经指数。

是“日本经济新闻社道·琼斯股票平均价格指数”的简称。是利用美国道·琼斯股票平均价格指数的计算方法，按东京证券交易所上市的 225 家公司的股票价格算出的日本股票平均价格。

该指数以 1949 年 5 月 16 日日本东京证券交易所重新开张之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日为基期。开始该指数由东京证券交易所计算发表，1969 年 7 月开始由日本短波广播公司计算发表，1975 年 5 月 1 日改为由日本经济新闻社计算发表，并向道·琼斯公司买进商标，从而使其成为日经道式平均股价指数。

为了更广泛、客观地反映股市行情，自 1982 年 1 月 4 日起，又增设了 500 家上市公司股票的日经指数，并且规定每年 4 月根据前 3 年的成交量、买卖金额和现价总额，对 500 家股票牌号重新进行一次更换调整，以真实地反映日本产业结构的变化。

6. 恒生指数。

由香港恒生银行创于 1969 年 11 月 24 日，开始编制发表的反映香港股市每天平均股价行情的系统性指标。恒生指数以 1964 年 7 月 31 日为基日（指数为 100）。该指数最初选择 30 种有代表性的上市股票为其成分股，它们分别代表不同的行业，如制造业、房地产业、酒店业、金融业等。1980 年 12 月改为从上市公司中选出 33 种有代表性的大公司的股份作为成分股。成分股主要是根据以下四个指数选定：程度（在整个股票市场中的重要程度，亦即这些公司的股票价值是否构成香港整个股市所有股票市值的大部分）、影响（成交值对投资者的影响）、股数（发行的股数足以应付市场旺市的需要）、基地（公司的业务以香港为基地）。33 种成分股主要分布在以下行业：金融业 4 种、公用事业 6 种、地产业 9 种、工商业包括航运及酒店 14 种。这 33 种股票占香港证券交易所上市股票总值的较大份额。例如，以 1983 年 10 月底的收盘价格计算，当时恒生指数的 33 种成分股股票总值占上市股票的 68.8%。

此外，由于各行业所占有的股值大小及其成分差别很大，为了更准确地反映各行业的实际动态，恒生指数目前还从各上市公司中分别列出八大类，即银行财务、地产建筑、工业制造、综合企业、仓储运输、酒店旅游、公用事业、百货业及其他。通常地产市值占 27%左右，银行占 20%左右，公用事业占 19%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

左右，这三大类占上市股票总值的70%左右。

该指数每天计算三次：上午11时、中午12时30分、下午收盘时。每日指数是按每天的收市价算出当天33种上市公司股票的总市值，再与基日的成分股股本总市值相比，乘以100即得当天的指数。在此基础上，又可算出每日及每年的平均指数。此外恒生指数还包括金融、公用、地产和工商四个分类指数。恒生指数是香港股票市场历史最久的一种股价指数，它的起落变化，可以从一定程度上反映股票的升值或贬值。如以20世纪90年代的香港股市市值计算，恒生指数每升降1点，整个股市市值就约增减1.4亿港元。

以上介绍的几种股票指数由于能够比较客观反映及代表股票市场价格变动的态势，与国民经济的运行状况相关程度比较高，很自然地便被各交易所运用来作为设计股票指数期货标准合约的标的物。

目前活跃在各国期货市场的股指期货品种包括有：

美国芝加哥商品交易所（CME）于1982年4月21日推出的标准普尔500种股票价格综合指数合约。

美国芝加哥期货（CBOT）于1984年7月23日推出的以道·琼斯指数为主要成分的主要市场指数合约；纽约证券交易所（NYSE）推出的综合股价指数合约。

伦敦国际金融期货交易所（LIFFE）于1984年2月推出的金融时报证券交易100种股票指数的期货合约。

新加坡国际货币交换所（SIMEX）于1986年9月推出的日经225种股票指数期货合约。

香港期货交易所（HKFE）于1986年5月推出恒生指数期货合约等等。

二、国内股票指数

国内目前通行的均为由股票交易所编制的股票指数。股票



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易所以外的不少单位都曾试图编制股票指数，但其权威性均受到挑战，所以都没有流行起来。

1. 深证综合指数。

深证综合股价指数是以所有在深圳证券交易所上市的股票为采样股，采用加权平均法编制而成，以股票的发行量作为权数。它以 1991 年 4 月 3 日为基日，基日指数定为 100。当有新股上市时，在其上市后第二个交易日纳入采样股计算，若某一采样股暂停买卖时，将其剔除于指数的计算之外。若其在交易时间内突然停牌，则取其最后成交价格按盘计算即时指数，直至收市后再进行必要的调整，将其剔除。其计算公式为：

$$计算日股价指数=\frac{计算日市价总值}{基日市价总值}\times 100$$

深证综合指数以全部上市股票为采样股，能准确、全面地反映某一时点股票价格变动的情况。但是，以全部股票作采样，随着上市股票的不断增加，使每只股票对指数的影响不断降低，指数内部结构变动频繁，影响其前后的可比性。此外，新股上市由于第一个交易日不受涨跌停板的限制，股价高开高走，将今后数日的行情全部透支干净，可这一日的行情并不纳入指数计算；第二个交易日之后往往股价高开低走，获利套现的很多，反而拖累指数下跌，造成指数的失真。再者，上市股票良莠不齐，大盘股、绩差股的价格波动很小，降低了综合平均变动的指标，使指数不能敏感反映重要上市公司股票价格变动对市场大势的影响。

深证综合指数以股票发行量加权，考虑了股票发行量对市场的作用，弥补了简单算术平均法忽视股票类别、股票比重的缺点，也是国际上通行的方法。但是，我国有着比较特殊的国情，与国外市场一般发行股都可上市流通所不同的是，我国发行的股票中有 70%是不能上市流通的国家股、法人股。将比例如此高的不参与流通的股本划入权数范围，就不能如实反映市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场交易中股价的真实变动。

2. 深证成分股指数。

是从在深圳证券交易所挂牌的上市公司中挑选出来的 40 家上市公司股票为指数的编制对象。以 1994 年 7 月 20 日为基日，基日指数定为 100。指数于 1995 年 1 月 23 日正式发布。

深证成分股指数同时按行业编制分类指数，分别计算工业、商业、金融、地产、公用事业和综合企业股价指数。其中工业类指数包括 18 种股票，商业类、金融类指数分别有 3 种股票，地产类指数有 5 种股票，公用事业类指数有 4 种股票，综合企业类指数有 10 种股票。成分股分类指数的编制，有利于投资者通过参照分类指数的走势决定其投资领域。

深证成分股指数为了保证入选样本股的代表性，要求入选的上市公司股票必须达到一定的规模和业绩标准，排序靠前的才能入选成分股。同时，对入选股票采取可更换的方法，以促进入选股票的优胜劣汰，并起到活跃市场的作用。

深证成分股指数还是以上市流通的股本数作为权数来编制。这是特别针对我国股市中大量存在不能流通的国家股、法人股的情况而设计的，以此能保证比较真实地反映流通市场中股票价格综合变动的趋势。

但深证成分股指数一个比较致命的缺陷，就是在成分股的构成中个别股票的权数比例过重。如深发展（000001）的权数占据所有成分股权数的 25%～30%，2000 年后尽管股价上升幅度落后大盘升幅一大截，却仍占有近 20%的权重，因此该股票的上涨或下跌对成分股指数的走势具有举足轻重的作用。当深发展还能起到深证股市的“龙头”作用时，成分股指数与大盘的走势还比较吻合；一旦深发展失去“龙头”地位时，成分股指数与大盘的走势便日益背离了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2－1 深证成分指数股票构成情况

（以 2001 年 7 月 2 日市值计算）

上市公司	代码	总股本（万股）	流通 A 股（万股）	市价（元）	流通市值（万元）	权重（%）
深发展	0001	194582	139312	15.35	2138439.00	15.95
深万科	0002	63097	39877	14.61	582602.00	4.3
深宝安	0009	95881	57970	7.33	424920.00	3.17
深南玻	0012	67697	10716	20.55	220213.00	1.64
武凤凰	0520	51916	26325	7.19	189276.00	1.4
粤宏远	0573	45128	26527	7.58	201074.00	1.5
新大洲	0571	73606	29442	7.77	228764.00	1.7
粤美的	0527	48488	29008	12.83	372172.00	2.78
粤美雅	0529	39651	21605	8.22	177593.00	1.32
湖南投资	0548	29060	12383	11.88	147110.00	1.1
江铃汽车	0550	86321	11760	8.74	102782.00	0.77
苏物贸	0551	24172	11039	12.33	136110.00	1.02
银广夏	0557	50526	28055	32.08	900004.00	6.7
陕长岭	0561	39701	23935	7.62	182384.00	1.36
深振业	0006	25359	15780	13.75	216975.00	1.62
深科技	0021	73293	18332	16.64	305044.00	2.28
深能源	0027	100207	40477	10.09	408412.00	3.05
深长城	0042	23946	6903	16.87	116453.00	0.87
辽通化工	0059	66322	16900	7.62	128778.00	0.96
小天鹅	0418	36510	7200	15.18	109296.00	0.82

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续上表）

上市公司	代码	总股本（万股）	流通 A 股（万股）	市价（元）	流通市值（万元）	权重（%）
鄂武商	0501	50724	20252	8.11	164243.00	1.23
粤电力	0539	257540	30747	11.28	346826.00	2.59
西安民生	0564	20200	12762	12.19	155568.00	1.16
苏常柴	9569	37424	11094	12.29	136345.00	1.02
唐钢股份	9698	135328	28540	8.17	233171.00	1.74
锌业股份	9651	88109	34702	9.18	339385.00	2.53
中色建设	0758	38720	18240	10.60	193344.00	1.44
湘酒鬼	0799	30305	10725	14.07	150900.00	1.13
一汽轿车	0800	162750	54600	6.73	367458.00	2.74
中兴通讯	9953	46340	17480	33.97	593795.00	4.42
深证机场	0089	49989	18000	17.40	313200.00	2.34
东方电子	0682	91795	60211	17.30	104165.00	0.78
燕京啤酒	0729	66742	18720	12.80	239616.00	1.79
环保股份	0730	56598	19333	12.32	238132.00	1.78
中信国安	0839	59000	17837	23.40	417385.00	3.11
五粮液	0858	51120	14400	38.52	554788.00	4.14
云南铜业	0878	79868	28080	8.77	246261.00	1.84
电广传媒	0917	25840	11800	26.82	316476.00	2.36
中关村	0931	67484	37484	19.59	734311.00	5.48

3. 深证 100 指数。

经深圳证券交易所同意，深圳证券信息公司从 2003 年第一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个交易日起正式对外发布深证 100 指数。该指数选取在深交所上市的 100 只 A 股作为成分股，以成分股可流通 A 股数为权数，采用派氏综合加权平均法编制。

深证 100 指数的编制方法主要是：

（1）入围标准。

· 有一定的上市交易日期（一般为 6 个月）。

· 非 ST、PT 股票。

· 公司近一年无重大违规，财务报告无重大问题。

· 近一段时期内股价无异常波动。

（2）选样方法。

成分股样本选样指标为一段时期（一般为前 6 个月）平均流通市值的比重和平均成交金额的比重。选样时先计算入围个股平均流通市值占市场总流通市值的比重和平均成交金额占市场总成交金额的比重，再将上述指标按 2∶1 的权重加权平均。然后将计算结果按从高到低排序，选取排名在前 100 名的股票，构成深证 100 指数初始成分股。

（3）定期调整方法。

成分股的调整为每年 5 月和 11 月进行。

计算方法是：

$$\text{实时指数}=\text{上一交易日收市指数}\times\frac{\sum(\text{成分股实时成交价}\times\text{成分股权数})}{\sum(\text{成分股上一交易日收市价}\times\text{成分股权数})}$$

公开发布深证 100 指数，根据市场揣测，其中有一个明显的意图，就是希望能与上证 180 指数合并为中国国内股价统一指数，为今后的股票指数期货作准备。但因为两地在编制条件和编制思想上的不一致，两个指数之间还是存有不同：

首先，采样方法不同。上证 180 指数在选取成分股时，将样本股在行业中的地位作为一个重要的考核标准，而深证 100 指数则没有考虑行业标准，只对入围股票的流通市值规模和成交额两项指标进行排序，排在前者优先入选。经测算，深证 100

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数成分股的流通市值与成交额分别占深圳股票市场总流通市值的 37.6%和总成交额的 40.1%。其中深发展仍占了流通市值的 8.6%。

其次，采用精确流通量计算成分股权数。与上证 180 指数采取分级靠档计算成分股权数的方法不同，深证 100 指数以深圳证券交易所公布的最新 A 股流通股数为权数计算。

虽有不同，但在国际上皆有所本，孰优孰劣，暂无定论。只不过将两个指数简单合并为统一指数是不可能了。

4. 上证综合指数。

以上海证券交易所所有挂牌股票为编制对象的综合股价指数。以 1990 年 12 月 19 日为基日，以报告期股票发行量为权数进行编制。

其计算公式为：

$$今日股价指数=\frac{今日市价总值}{基日市价总值}\times 100$$

上证综合指数的编制原则与深证综合指数基本相同。自 2000 年下半年以来，因为酝酿创业板的上市，而且将创业板的上市地点定在深圳证券交易所，所以 A 股的所有新股均放到上海证券交易所发行，资金流向便朝上海倾斜，A 股市场形成明显的“沪强深弱”格局，由此而突显了上证综合指数的作用，对其他指数发挥了引导的效果。

5. 上证 30 指数。

上证 30 指数是以在上海证券交易所上市的 A 股股票中选取最具代表性的 30 种样本股为计算对象。并以这 30 家上市公司的流通股数为权数的加权综合股价指数。取 1996 年 1—3 月的平均流通市值为指数的基期，指数以“点”为单位，基期指数定为 1000 点。

上证 30 指数所采用样本股同样包括工业类（15 只）、商业类（4 只）、地产类（2 只）、公用事业类（4 只）和综合企业类（5 只）股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2－2 上证 30 指数样本股情况一览表

（以 2001 年 7 月 2 日市值计算）

上市公司	代码	总股本（万股）	流通 A 股（万股）	市值（元）	流通市值（万元）	权重（%）
邯郸钢铁	600001	148655	124137	7.96	988130.52	9.25
齐鲁石化	600002	195000	35000	6.37	222950.00	2.09
虹桥机场	600009	141215	51215	9.99	511637.85	4.79
龙腾科技	600058	42408	12000	23.46	281520.00	2.63
葛洲坝	600068	70580	34580	9.04	3126032.00	2.93
江南重工	600072	27458	12480	11.19	139651.20	1.31
广州控股	600098	125280	23400	18.98	444132.00	4.16
清华同方	600100	38307	16507	26.89	443873.00	4.15
上海汽车	600104	18200	54600	9.40	513240.00	4.8
东方航空	600115	486695	30000	6.08	182400.00	1.7
申能股份	600642	163308	25099	16.52	414635.00	3.88
爱建股份	600643	46068	30835	12.51	395845.00	3.61
原水股份	600649	188439	56085	8.93	500839.00	4.69
陆家嘴	600663	186768	16052	15.84	254263.00	2.38
上海石化	600688	720000	72000	5.13	369360.00	3.46
青岛海尔	600690	66470	37491	17.06	639596.00	5.99
沱牌曲酒	600702	33730	14861	13.22	196462.00	1.84
东软股份	600718	28145	11325	29.15	330123.00	3.09
苏州高新	600736	45747	15093	13.32	201038.00	1.88
鲁北化工	600727	37930	15240	15.81	240470.00	2.25
东方通讯	600776	62800	11515	22.49	258972.00	2.43
东方集团	600811	52189	36526	9.89	371242.00	3.38

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续上表）

上市公司	代码	总股本（万股）	流通A股（万股）	市值（元）	流通市值（万元）	权重（%）
华北制药	600812	116939	46926	6.75	316750.00	2.97
四川长虹	600839	216421	95140	10.93	1039880.00	9.74
春兰股份	600854	30630	7979	25.04	199794.00	1.87
通化东宝	600867	32449	15769	11.96	188597.00	1.77
梅雁股份	600868	69433	49758	5.85	291084.00	2.73
湖北兴化	600886	28174	10731	11.23	120509.00	1.13
伊利股份	600887	14667	6938	23.82	165263.00	1.55
第一百货	600631	52985	14627	11.14	162944.00	1.53
合计			983879		10677685.00	100

6. 上证180指数。

上证180指数是上海证券交易所对原上证30指数进行调整并更名而成的。其样本股是在所有A股股票中抽取最具市场代表性的180只股票组成，自2002年7月1日起正式发布。

其编制方法主要是：

（1）成分股选择。

①样本空间。下列特征的股票不能入选成分股：

- 上市不足一个季度的股票。
- 暂停上市的股票。
- 经营状况异常和最近财务报表严重亏损的股票。
- 股价波动较大，市场表明明显被操纵的股票。
- 其他被专家委员会认定须剔除的股票。

②样本数量。选取180只股票。

③选样标准。充分考虑行业内的代表性、流动性及规模。

④行业分类。以摩根斯坦利和标准普尔公司联合发布的全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

球行业分类标准（GICS）为基础，结合我国上市公司实际特点进行调整，共分为十大行业：能源、材料、工业、可选消费、主要消费、健康护理、金融、信息技术、通讯服务、公用。

⑤选样方法。

• 根据总市值、流通市值、成交金额和换手率对股票进行综合排序。

• 按照各行业流通市值比例分配样本只数。

• 按照行业的样本分配只数，在行业内选取综合排名靠前的股票。

• 对各行业选取的样本作进一步调整，使成分股总数为180只。

（2）指数的权数及计算。

上证180指数采用派氏加权综合价格指数公式计算，以样本股的调整股本数为权数：

$$\text{报告期指数}=\frac{\text{报告期成分股的调整市值}}{\text{基日成分股的调整市值}}\times 1000$$

调整股本数采用分级靠档的方法进行调整：

流通比例（%）	≤10	10，20	20，30	30，40	40，50	50，60	60，70	70，80	≥80
加权比例（%）	流通比例	20	30	40	50	60	70	80	100

如：某股票流通股比例（流通股本/总股本）为7%，低于10%，则采用流通股本为权数；某股票流通比例为35%，落在区间（30，40）内，对应的加权比例为40%，则将总股本的40%作为调整股本数。

上证180指数每半年调整一次成分股，每次调整幅度不超过10%。特殊情况可作临时调整。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

据测算，上证 180 指数的调整市值和成交金额均占总流通市值和总成交额的 50%以上。

7. 新华指数。

2000 年 10 月由我国新华社、中国科学院、北方工业大学联合研制，要求能反映我国国民经济走势和深沪两市股票价格走势，并且是第一个全国统一股价指数——新华指数正式推出。

新华指数为成分指数。在选择样本股时，以上市公司的规模、价值成长和行业代表性为基础，侧重于流通市值较大的股票，入选的样本股有 400 只。以流通市值作为权数，以新华指数的发布之日为基期，基期指数点为 1000 点。

新华指数的特点，一是它第一次将深沪两个证券市场的全部 A 股股票列入选取样本股的范围，建立了一个全国统一的股票成分指数。建立统一指数的目标，除了指导投资者对股票市场的投资以外，同时也明确了要为今后推出股票指数期货服务。二是新华指数同时还建立了一系列风格指数、经济特征指数和行业指数，投资者可以从中把握股票市场内部的结构变化给大盘走势带来的影响，并决定自己的投资区域和投资方向。三是新华指数也试图探索股票指数与宏观经济运行态势之间相关关系。据测算，新华指数滞后两个季度与宏观经济的相关度比较高，可达到 50%～70%之间。

新华指数的推出，尽管得到国内经济学家的好评，并要求将其办成世界的知名指数，但在市场的反映仍然比较平淡，其功能作用还要经过市场的检验。



三、我国现行股票指数的不足

我国现行最常用的上证综合指数、上证 30 指数（现为上证 180 指数）、深证综合指数、深证成分指数早已为广大投资者熟悉，成为进行股票投资必不可少的工具。

综合指数的最大优点是采样广泛，能够比较全面反映股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场的总体价格变动，对研究大盘的走势起了标杆作用。180指数和成分指数以现有最具代表性的股票为取样对象，样本保持相对稳定性，增强了前后的可比性。特别是以流通股为权数进行编制，可以更真实地反映市场中股价的变动情况。

但是，由于我国股票市场早期发展难免存在不规范的因素，没有考虑到按国际惯例和今后与国际市场的接轨，导致编制股票指数存在先天不足的现象。随着股票市场的快速发展，特别是要以股票指数为标的推出股票指数期货的时候，这些先天不足形成我国现行股票指数中不可克服的缺陷。

1. 综合指数不断将上市的新股逐一计入指数计算范围，影响了指数的前后可比性和内部结构的稳定性。

因为综合指数是将在股票交易所挂牌上市的全部股票纳入指数计算范围，在1990年底至1991年初两市编制综合指数的时候，一共仅有10多只股票上市。其后不断有新股上市，10年中股市扩容的规模超过100倍，目前已经发展到1000多只上市股票。在新股上市的第二天，综合指数的计算公式都要变更一次，个股对股指的贡献程度以及股票结构均要变更，前后的可比性便受到干扰。换言之，综指推出之初一只权重占10%的股票，现在恐怕权重已不足0.1%了。

新股的不断加入，使原有的每只股票对指数的影响不断降低，指数内部结构变动频繁，不但影响了前后的可比性，也使得从个股股价影响综合指数变化的分析成为不可能。投资者只看到指数的升跌变化，而无法与个股的股价变化具体联系起来，只有一些概念而无法进行量化的分析，使投资带有较大的盲目性。

1999年“5·19行情”以来，我国股市结束了从1996年开始的熊市而进入了一个跨世纪的、时间长达两年多的牛市。行情发展以上证综合指数为例，从1995年5月17日的1000点运行到2001年5月的2200点，指数上升一倍多。这期间也是我国股市最大最快的扩容时期，但至今无法得出一个新股上市对股票指数起多大作用的比较有说服力的数据，广大投资者得出的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个印象就是，尽管指数上涨了一倍多，但大多数股票的价格并没有上涨一倍。

另一个稍微可比的情况是，两市综合指数在1999年5月底创出了历史新高，至2001年5月，在1999年历史新高的基础上又上涨了50%，可是两市的30指数和成分指数的表现却远远比不上综指。深证成分指数至2001年5月离历史新高仍有1000点的距离，上证30指数虽然在2000年8月22日离创出历史新高仅一步之遥，但之后在上证综指迭创新高的情况下，上证30指数却步步走低。两对指数中间，谁更真实地反映了股价变动情况呢？不得而知。

2. 综合指数以总股本为权数进行编制，扭曲了股票价格的真实情况。

我国股票市场在最初设计的时候，为了防止国有资产的流失和保证国家对上市公司的控股权，设计并实施了大量不能进入市场流通的国有股和法人股，形成了有异于国际其他股票市场的一大块非流通股票。在最高峰时，我国所有上市公司的总股本中非流通股占70%左右。综合指数以上市公司的总股本作为编制的权数，便将这大量不能流通的国有股、法人股也作为权数编制进去。

大量非流通股的存在，对股票市场的价格信号产生极为严重的扭曲。

一是扭曲了市场上股票的供求关系，影响了价格的真实性。

在股票市场上，对上市公司的生产经营情况和行业前景，绝大多数投资者是间接地从公众媒体上取得信息，加上上市公司信息披露中的种种不规范行为，投资者得到的信息严重滞后和失真。能够直接刺激投资者购买欲望的是股票的供求关系，越多人买的便是好股票。从另一个角度来说，供不应求的股票价格便往上走。股票的供应量在很大程度上决定股价的高与低。

而股票市场中存在大量非流通股，人为地限制了股票的流通，减少了股票的供应数量，从而拔高了股票的价格。因限制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

流通而产生出来的股票价格，无疑是含有大量水分的。这就是在国有股减持政策和股票全流通方案出台前后一段时间，一谈到国有股持减便如老鼠见猫，股价直接往下掉的一个直接原因。可是含有更多水分的，是我国股票市场中的市值计算方法。不参与市场交易的国家股和法人股，却同时享受流通股票的名义价格，以流通股票的价格来计算非流通股票的市值，造成了股票价格和市值的高估现象。

非流通股在市场中的存在，对股票的价格体系产生了极大的威胁，如果将这批非流通股释放出来，加入到市场流通，等于在原有流通股票的基础上增加三倍的供应量，必会引起股票价格的大跌。因此，有关国有股减持和全流通的话题，一再引起股市的惊慌。国有股减持的方案再三考量，一切以减少股市动荡，让市场能够承受为根本。2001 年 7 月酝酿多时的国有股持减方案开始实施，拟就国有股以市场价格上市流通，直接导致上证综指在 10 天内狂跌 400 多点。迫使其后不得不宣布暂停执行国有股持减方案。国有股持减，是大势所趋，非减不可。但如果因忽视国有股的非流通状态，而强行以市场价格推行上市，就等于让老股民承担从价格扭曲到价值回归的全部损失，这是不公平的。直至 2005 年 5 月，才开始实行股权分置新的解决方案，实行股票全流通的上市公司，用对价的方式给所有股东以补偿，加之股市在低价格区以配合，才让股民得以接受，酝酿了 2006 年初展开的牛市行情。

二是扭曲了综合指数对股价变动的真实反映。

股票指数反映的是股票价格的变动情况。国际上编制股票指数时，一般都是以股票的发行量或股票的成交额作为计算指数的权数。但国际上股票市场凡公开发行的股票一般都可以进入流通，也就是说股票发行量与总股本是同一个概念。我国股票市场中因为存在占总股本 70%左右的非流通股票，因此在编制股票指数中，便存在用总股本和流通股这么两种不同的计算指数权数的方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以这两种权数计算出来的股票指数，在反映股票价格变动的动态指标方面是存在差异的。举一个很简单的例子：股票市场中有 A、B 两只股票，A 股票总股本 4000 万股，其中流通股 400 万股；B 股票总股本 3000 万股，其中流通股 600 万股。某月某日，A 股票价格 20 元/股，比基日价格上升 2 元/股；B 股票价格 12 元/股，与基日价格相比无升跌。按两种权数计算的结果是：

按流通股为权数计算：

$$\frac{20\times400+12\times600}{18\times400+12\times600}\times100=105.6\text{ 点}$$

按总股本为权数计算：

$$\frac{20\times4000+12\times3000}{18\times4000+12\times3000}\times100=107.4\text{ 点}$$

计算结果相差 1.8 个百分点。

如果第二个交易日，A 股票升至 21 元/股，B 股降至 10.8 元/股，再比较两种权数的计算结果：

按流通股为权数计算：

$$\frac{21\times400+10.8\times600}{18\times400+12\times600}\times100=103.3\text{ 点}$$

按总股本为权数计算：

$$\frac{21\times4000+10.8\times3000}{18\times4000+12\times3000}\times100=107.8\text{ 点}$$

计算结果相差 4.5 个百分点。而且对比前一日指数，按流通股票为权数计算结果是指数下跌 2.3 个百分点，而按总股本为权数计算结果不但没有下跌，反而上升 0.4 个百分点。

这充分说明，在以总股本为权数的时候，存在流通股的杠杆作用，流通股所占总股本的比例越小，其杠杆作用越强。因此，流通股比例小的股票，其价格变动的信号有扩大的趋势。反之，流通股比例大的股票，其价格变动的信号有缩小的趋势。所以在市场表现中，有时大多数股票价格不升甚至下跌，而只要启动几只总股本大但流通比例较小的股票，就可以撬动整个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场的指数上升。如果这种状况持续一段时间，投资者就发现手中股票的价格不升甚至下跌，但大盘指数却缓缓上升，“赚了指数却亏了钱”。

我们用 2000—2001 年两市股票的实际运行情况，也可以说明相同的问题。

我们将 2000 年 3 月至 2001 年 5 月的情况按其 K 线图的每个波段制成表 2—3，就可以看出按总股本计算权数的综合指数与按流通股计算的成分指数之间存在的差异情况。

表 2—3 现行四种股票指数
在 2000 年 3 月—2001 年 5 月间升跌幅差异情况表

指数类型	上证综合		上证 30		深证综合		深证成分	
日期	指数	增减	指数	增减	指数	增减	指数	增减
2000.03.16	1607.53		3317.64		495.32		4131.54	
2000.04.20	1847.03	+14%	3720.00	+12%	569.00	+14%	4587.93	+11%
2000.05.15	1704.50	−8%	3421.97	−9%	522.22	−9%	4296.92	−7%
2000.08.22	2074.70	+21%	172.30	+21%	633.24	+21%	4944.66	+15%
2000.09.25	1875.91	−10%	3710.17	−11%	578.76	−9%	4428.03	−11%
2000.11.23	2119.44	+12%	4155.50	+12%	654.37	+13%	4981.41	+12%
2000.12.25	2036.36	−4%	3890.09	−7%	628.82	−4%	4695.81	−6%
2001.01.05	2125.30	+4%	3982.66	+2%	648.69	+3%	4701.04	+2%
2001.02.21	1909.33	−11%	3686.74	−8%	570.96	−12%	4362.65	−9%
2001.05.22	2210.34	+15%	3983.73	+8%	659.56	+15%	4846.09	+11%
合计		+37%		+20%		+33%		+17%
							2001 年 4 月 16 日达到近期高点 5074.78 点	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从表2—3中可以看出，两对指数在每个波段的升跌幅度都存在极大的差异。从累计升幅看，上证综合和深证综合分别上升37%和33%，而上证30和深证成分仅上升20%和17%。其中应有相当部分是由于两种不同权数的计算结果而造成的。综合指数因以总股本为权数，通过流通股价格的“杠杆”作用，很大程度地掺入了价格水分，影响到反映股票价格变动失真是显而易见的。

3. 成分指数因样本股市值占市场总市值比例过小，影响了反映股价变动趋势的代表性。

上证30指数和深证成分指数以流通股作权数计算指数，符合国际惯例，也比较真实地反映了股价的变动关系。但上证30指数和深证成分指数所选用的样本股只有70只，其市值仅占全部股票流通市值不到20%，对大盘走势的影响力尚不充分。新编制的上证180指数和深证100指数，将成分股股数提高到280只，上证方面因后来不断发行大盘股，在权数上又采取了分级靠档的方法，成分股的调整市值占总市值的比例超过了50%；深证方面则因近年来没发行新股，成分股的流通市值仅占总流通市值的37%。国外成功的成分指数，其市值一般占全部市值的70%以上，从而保证了成分指数对全部股票的价格变动走势有足够的代表性。

1994年推出深证成分指数和1996年推出上证30指数的时候，两市上市股票并不多，两市所推出的成分指数样本股市值占有比较大的比例。同时，两市主要借助于深发展和四川长虹等重磅成分指数样本股推动大盘上行，所以成分指数引领大盘走势的作用比较明显。尽管在计算方法上与综合指数有较大区别，但两种指数的走势基本是趋向一致的。

随着新股的不断发行，综合指数股票市值急剧增加，成分指数样本股的采样量保持相对稳定，所以在全部股票市值中的比例逐年下降。特别是1999年“5·19行情”之后，股票价格的运行方式出现很大变化。高科技股以其板块效应引领大盘走

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

势，而原来两市的"龙头股"——深发展和四川长虹日益趋落，往日"龙头"风采不再，成分指数样本股中新的"龙头"一下子难以确立，虽然有申能股份、原水股份和深保安股票的短暂辉煌，但与原来深发展、四川长虹的持续强劲走势相比，不可同日而语。

缺乏领军个股以及在市值中占比例过低，使成分指数逐个脱离综合指数，在2001年甚至出现了背离。

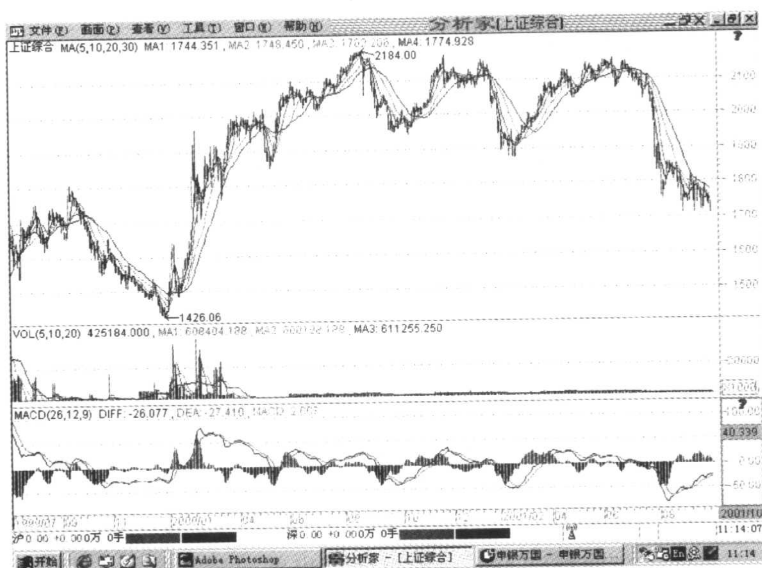


图2-1 上证综合指数2000年3月以来走势图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

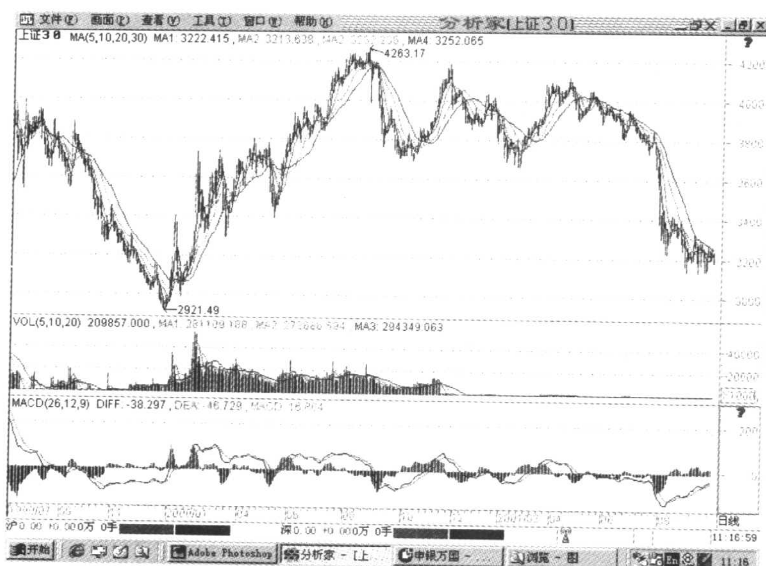


图 2－2　上证 30 指数 2000 年 3 月以来走势图

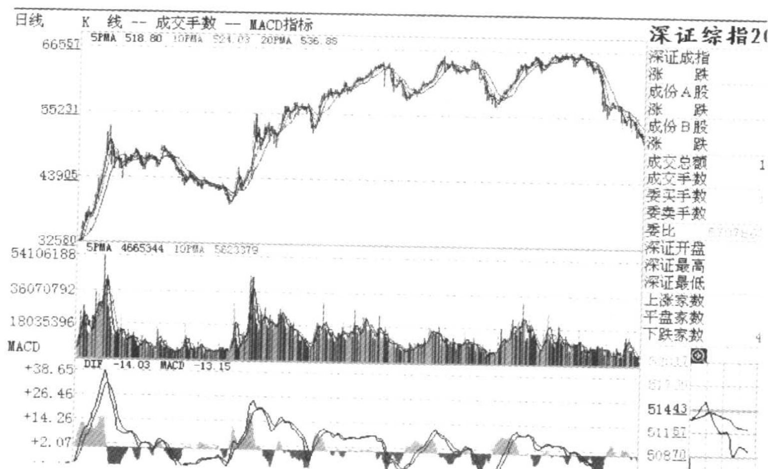


图 2－3　深证综合指数 2000 年 3 月以来走势图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

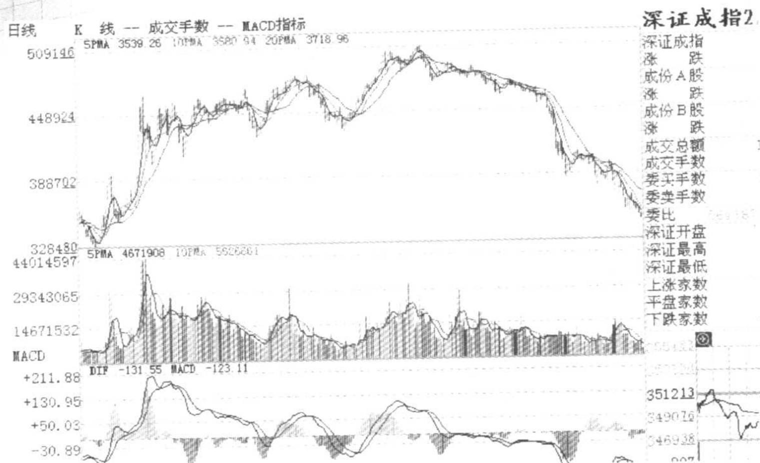


图 2－4 深证成分指数 2000 年 3 月以来走势图

从图 2－1、2－2、2－3、2－4 可以看出，上证综指和深证综指自 1999 年“5·19 行情”创出历史新高之后，2000 年初再创新高，并维持一个上升通道，直至 2001 年 5 月 22 日上证综指走过 2200 点，深证综指也达到 659 点的历史高位。而成分指数却明显弱于综指的走势。上证 30 指数在 2000 年 8 月 22 日创出历史高位 4172.3 点之后，便无力上行，9 个月来陷入盘整，甚至出现盘下的迹象；深证成分指数虽然在 2000 年 8 月 22 日和 2001 年 4 月 16 日分别走出相对高位 4944.66 点和 5074.78 点，但距历史高位仍有 1000 多点的距离，处于下降压力线的压制之下，距离创出历史新高似乎遥遥无期。

综指和成指在较长时期内走势背离的情况，为有指数以来首次出现，也就增加了市场中的困惑。

4. 成分指数样本股中，个别股票权重过大，增加了指数易于操纵的可能性。

成分指数样本股所占市场比例过小，而个别股票的权重过大，形成了尖锐的矛盾，致使股票市场资金聚集于某只个股，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

操纵某只个股以达到调控指数的走势成为可能。

这是我国股市先天不足的地方，初期股票市场属试点性质，上市公司发行规模一般偏小，加上还有大部分是不能流通的国有股、法人股，因此流通的盘子就更小，七八百万股流通股票的袖珍股票屡见不鲜，三五千万股流通股票的规模便算大盘股。编制成分指数的时候，挑选一批“重量级”的股票实在勉为其难。个别发行规模较大、股本扩张较快的股票竟如鹤立鸡群，显得异常突出。

深发展便属于这样一只比较特殊的股票。深发展在 1991 年 4 月 30 日发行时规模为流通股票 17921.2 万股。上市初几年业绩特别好，股本便快速扩张。通过又送又配，到编制成分指数时已达流通股 35727.2 万股的规模，远远超过其他任何股票。入选深证成分指数后，权重竟达到 26%～30%，也就是说，这一只股票代表了深证成分指数 1/4～1/3 的指数贡献率。深发展打一个喷嚏，股市都会发颤。这只股票自然被“庄家”青眼有加，独领风骚，成为深证股市不可替代的“龙头股票”。

回过头看，在 2000 年的行情中深证成分指数之所以萎靡不振，其中一个关键因素也就是深发展失去上升的动力。在 1999 年的“5・19 行情”中，深发展再度辉煌了一次后，就像一条疲惫不堪的老龙，再也无法振作起来，拖累着深证成分指数与综合指数走势背离，基本失去了对股市的指导作用。正所谓“成也萧何，败也萧何”，依靠一只股票定江山，给指数带来极大的隐患。为改变我国股票指数中这种“一股独大”的局面，从 2000 年开始，在股市大扩容中同时注重了发行大盘股，如浦发银行、民生银行、宝钢股份、中国石化、中国联通、长江电力和中国银行等等。其中中国石化，总股本达 867 亿股，以发行价计，占当时沪市总市值的 10%。这种“超级航母”的发行上市，一时使股市不堪重负，中国石化一发行便跌破发行价，创了中国股市的一项纪录。但同时也有力地改善了股指结构，为推出股指期货打下了基础。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

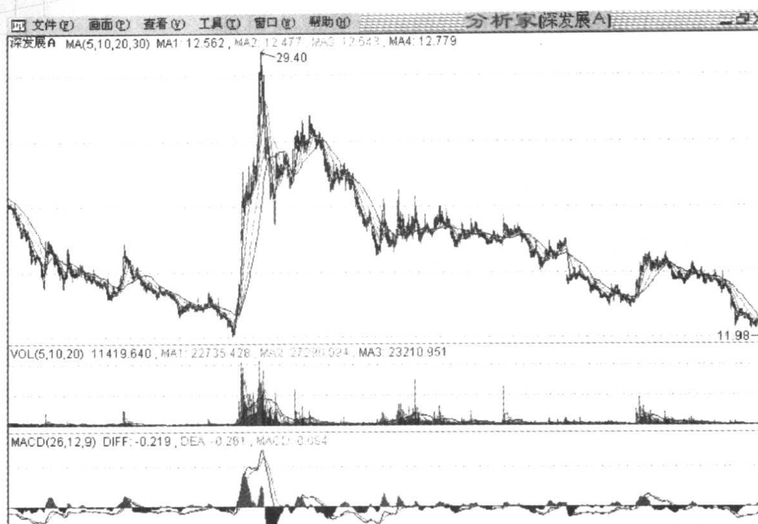


图 2－5 深发展（000001）1999—2001 年走势图

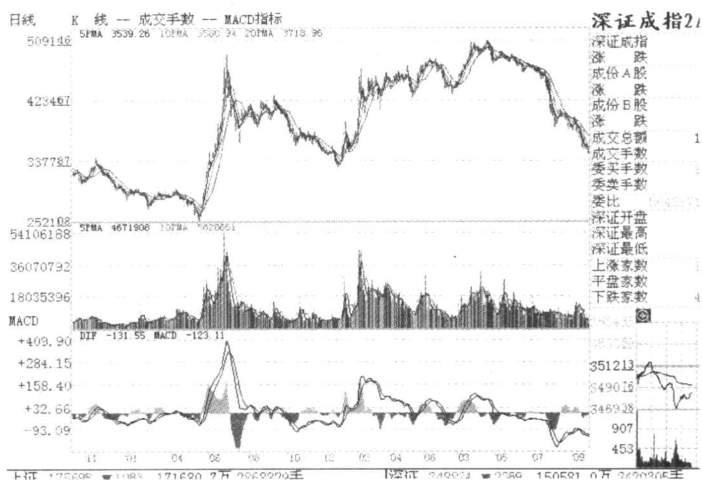


图 2－6 深证成分指数 1999—2001 年走势图

从图 2—5、2—6 中两者之间的关联看，可以看到深发展对深证成分指数的影响能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章

编制全国统一股票指数所需要的基本条件

从2000年开始，推出股票指数期货交易便被提上议事日程。几经反复，其中一项重要原因，就是国内尚不存在适合于充作股票指数期货标的物的股票价格指数。

当时股市内部存在的种种问题尚未解决，由此带来各种股票价格指数反映股票价格走势时的不真实性。同时因为股票的流通市值偏小，又给操纵指数提供了可能性。

凡此种种，全国统一股票指数的编制便不得不一拖再拖。

为了更好发挥股票指数的功能作用，建立一套既反映全国宏观经济形势，又反映微观经济、行业发展状态，能客观表现股票价格动态发展趋势的股价指数体系是很有必要的。特别是考虑到我国要发展金融衍生品市场，开展股票指数期货交易，原有的各种股票指数都因为存在无法克服的种种缺陷而不尽理想，所以另行编制一套全国统一股价指数系统便势在必行。



一、编制条件

根据有关资料介绍，编制全国统一股价指数的时候，要综

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合考虑国外及香港成熟市场上成分股指数样本股的选取方法，同时考虑到我国股市的实际情况，并为推出指数期货作准备，编制指数所必须遵循的原则是：

1. 应具有较高的套期保值效率和较低的套期保值成本。

指数期货具有回避市场风险、发现价格等主要功能，为投资者提供套期保值、套利和投机机会，而这些功能中以避险的套期保值为最根本之功能，该功能也是推出指数期货的基本出发点，所以编制全国统一股价指数作为指数期货标的时应该具有较高的套期保值效率和较低的套期保值成本。

2. 应该采用成分股来编制指数。

我国股市的市场扩容速度相当快，这就决定了采用全样本编制的股价指数难以保持其内部结构的稳定性及指数前后的可比性。新股上市后有一个价值定位过程，相对于老股而言更加活跃，若较早记入指数计算范围会在一定程度上影响指数的波动；同时，也带来了不可比的因素。

采用成分股来编制股价指数，可在一定时期内保持样本固定不变，保持指数内部结构的相对稳定性及指数前后的可比性，有利于投资者采用该样本股指数期货进行套期保值和利用指数基金构造投资组合。

3. 应采用流通股作为权重进行计算。

按照国际惯例和经验做法，只有股票的流通市值之和可以真实地反映市场规模。

因此全国统一股价指数必须以流通股为权重进行编制，以真实地反映市场流通市值的变化。而且股改完成之后的一个时期内，国有股、法人股和转配股都将逐步上市流通，这些上市的股份也同时计入指数，使得以流通股编制的全国统一股价指数可以长期地真实反映股价的综合走势。

4. 全国统一股价指数样本股总流通市值和成交金额分别占沪深两市的比例至少应达到50%以上。

为使流通股为权重编制的全国统一股价指数能比较真实、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全面地反映市场股价的动态演变，样本股的总流通市值应该占市场总流通市值的绝大比例，这个比例越大，指数的代表性就越大，也就越不易被操纵。借鉴国外和香港成熟股市中指数样本的特性，全国统一股价指数样本的总流通市值占市场所有股票总流通市值的比例至少应该达到50%以上。

同时，指数样本股应该具有足够的流动性，这样才能方便利用以全国统一股价指数为标的物的指数期货进行套利与运作，建立起指数期货稳定而且正常的市场价格。倘若指数样本股包含了很多交易不活跃的股票，将会造成指数期货价格偏离真实价格，最终影响指数期货的正常交易。

5. 应该真实反映整个中国A股市场的股价综合动态走势。

由于历史原因，中国的证券市场由沪深两个市场组成。但随着市场的发展，沪深两市之间的差异日益缩小，无论在上市条件、上市公司数量、上市公司行业分布、上市公司规模、上市公司业绩、市场规模、市场平均市盈率和投资渠道等方面并无显著性的差异。

从所有A股上市公司选取样本股编制的全国统一股价指数可以反映整个中国A股市场的动态走势，以该指数作为标的物的指数期货可以方便同时拥有沪深两市股票的投资者进行套期保值交易。

6. 应该具有较好的行业代表性。

全国统一股价指数应该覆盖国民经济的各个产业，并能够充分反映国民经济产业结构及其变化趋势。

看指数的行业代表性，一般可以从行业分布度、行业流通市值分布度和行业成交金额分布度三项统计指标来进行考察。

行业分布度是指某个行业中被选入指数样本股中的股票数量占该行业上市公司总数的百分比。行业流通市值分布度是指某个行业中被选入指数样本股中的股票流通市值之和占该行业所有上市公司流通市值之和的百分比。行业成交金额分布度是指某个行业中被选入指数样本股中的股票成交金额之和占该行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业所有上市公司成交金额的百分比。

具有充分行业代表性的指数，行业分布度、行业流通市值分布度和行业成交金额分布度在各个行业之间不应该存在显著性的差异。

7. 应剔除亏损股。

全国统一股价指数编制的目的是为了利用该指数作为指数期货标的物成功地开展指数期货交易。在退出机制尚不完善的情况下，亏损股却往往被“庄家”相中，利用一些朦胧题材进行炒作，结果使这类股票的价格经常出现异动，而且波幅还比较大，如在指数样本股中包含有亏损股，亏损股过度炒作而形成异动，必然会影响股价指数波动的真实性。

8. 应防止被操纵。

开展指数期货交易的目的主要是为了满足投资者为规避系统风险对其股票投资组合进行套期保值的需要。同时，为了实现其发现价格的功能，使投资者开展套利或投机，也必须保证市场有充分的流动性。所以这要求全国统一股价指数占流通市值比例比较大，而样本股中不存在流通股权重过大的股票，唯有这样才能够使股价指数不易被操纵。

二、我国股票指数期货第一个标的——沪深300指数

2005年4月8日，由上海证券交易所和深圳证券交易所联合编制的沪深300指数正式发布。入选沪深300指数的共有300只样本股，其中包括121只深市个股、179只沪市个股。通过数据对比，可以看到，深市的121只样本股有92只来自于深证100，沪市141只来自于上证180，入选率分别为92%和78.3%。据沪深证券交易所指数工作小组有关负责人介绍，沪深300指数具有三个主要特点：首先是代表性，沪深300指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的样本股数量约占沪深所有 A 股数量的 1/5，但样本覆盖了沪深市场 60%左右的市值和 58.29%的流通市值。其次是投资性，样本股公司的净利润总额占市场净利润总额的比例达到 83.55%，现金分红总额占市场分红总额的 80%；平均市盈率 19 倍，低于市场整体水平。再次是相关性，沪深 300 指数与上证 180 指数及深证 100 指数之间的相关性高，相关系数分别达到 99.7%和 99.2%，表明沪深 300 指数能够充分反映沪深 A 股市场股价的变动情况。

我们将沪深 300 指数与上证 180 指数、深证 100 指数的编制方法进行对比分析，就不难发现，沪深 300 指数是后两种指数的综合并吸取了各自的长处而成。

1. 样本空间沿用了上海证券交易所上证 180 指数的做法，特别是在上市时间的规定方面，都规定上市时间超过 3 个月，流通市值排名前 10%的例外。

2. 选样方法是上证 180 指数和深圳 100 指数的结合体，如沪深 300 和上证 180 指数一样，均考察过去一年内的总市值等指标的情况，而在指标的加权比例上则是沿用了深证 100 指数的做法，即规模（市值）和流动性（成交金额）的比例为 3∶1，而不是上证 180 指数的等比例加权。

3. 指数的计算采用上证 180 指数的计算方法，即分级靠档，但在档位的设计上与上证 180 指数略有不同，即流通比例低于 20%的按照流通比例加权，而上证 180 指数是流通比例低于 10%的按照流通比例加权。

4. 成分股调整频率是一年两次，每年的 1 月和 7 月调整，这和上证 180 指数是一样的；但在调整时设置了缓冲区制度，这则是借鉴了深证 100 指数的做法。

5. 沪深 300 指数在选样时没有考虑行业因素，这种做法和深证 100 指数是一致的，而上证 180 指数在选样时考虑了个股的行业代表性。

6. 新引入“日均流通股份数”和“日均成交股份数”。在挑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选成分股的指标中，与以前指数不同的是，除了常规考虑“市值规模”和“成交金额”外，还引入“日均流通股份数”和“日均成交股份数”两个指标。可以避免“小股本、高市值”股票入选，如中小板股票。同时也可避免“通过推高小股本股票的市值，使之进入指数，进而操纵指数”之类的现象发生，进一步避免了指数的可操纵性。

2005 年 9 月，由上海证券交易所和深圳证券交易所联合发起成立中证指数公司，专门负责沪深 300 指数的维护和开发系列中证指数产品。这些产品，也都可以作为今后指数期货标的的选择。

表 3－1　沪深 300 指数成分股列表

2006 年 7 月 5 日调整

沪深 300 指数成分股列表		
深发展 A（000001）	万　科 A（000002）	深宝安 A（000009）
南玻科控（000012）	深康佳 A（000016）	深科技 A（000021）
深赤湾 A（000022）	招商局 A（000024）	深能源 A（000027）
深宝恒 A（000031）	华联控股（000036）	中集集团（000039）
辽通化工（000059）	中金岭南（000060）	农产品（000061）
中兴通讯（000063）	长城电脑（000066）	赛格三星（000068）
华侨城 A（000069）	盐田港 A（000088）	深圳机场（000089）
中信海直（000099）	TCL 集团（000100）	中联重科（000157）
许继电气（000400）	冀东水泥（000401）	金融街（000402）
沈阳机床（000410）	湖北宜化（000422）	东阿阿胶（000423）
徐工科技（000425）	粤高速 A（000429）	晨鸣纸业（000488）
海虹控股（000503）	粤富华（000507）	银基发展（000511）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续上表）

四环生物（000518）	中国凤凰（000520）	粤美的 A（000527）
桂柳工 A（000528）	ST 万家乐（000533）	云南白药（000538）
粤电力 A（000539）	佛山照明（000541）	皖能电力（000543）
江铃汽车（000550）	万向钱潮（000559）	泸州老窖（000568）
ST 新大洲（000571）	粤宏远 A（000573）	威孚高科（000581）
G 双星（000599）	韶能股份（000601）	华立控股（000607）
吉林敖东（000623）	长安汽车（000625）	新钢钒（000629）
铜都铜业（000630）	风华高科（000636）	格力电器（000651）
G 泰达（000652）	珠海中富（000659）	经纬纺机（000666）
山推股份（000680）	ST 东方（000682）	沈阳化工（000698）
双环科技（000707）	大冶特钢（000708）	唐钢股份（000709）
韶钢松山（000717）	京东方 A（000725）	鲁泰 A（000726）
华东科技（000727）	燕京啤酒（000729）	振华科技（000733）
罗牛山（000735）	南风化工（000737）	中色建设（000758）
漳泽电力（000767）	西飞国际（000768）	新兴铸管（000778）
草原兴发（000780）	北新建材（000786）	盐湖钾肥（000792）
G 燃气（000793）	一汽轿车（000800）	银河科技（000806）
云铝股份（000807）	山东海化（000822）	太钢不锈（000825）
福地科技（000828）	中信国安（000839）	五粮液（000858）
G 张裕（000869）	吉电股份（000875）	云南铜业（000878）
海南高速（000886）	双汇发展（000895）	鞍钢新轧（000898）
现代投资（000900）	泸天化（000912）	华北高速（000916）
电广传媒（000917）	南方汇通（000920）	天津汽车（000927）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续上表）

丰原生化（000930）	华菱管线（000932）	神火股份（000933）
金牛能源（000937）	凯迪电力（000939）	新乡化纤（000949）
首钢股份（000959）	锡业股份（000960）	东方钽业（000962）
神州股份（000968）	G安泰A（000969）	中科三环（000970）
科学城（000975）	西山煤电（000983）	苏宁电器（002024）
浦发银行（600000）	邯郸钢铁（600001）	白云机场（600004）
武钢股份（600005）	东风汽车（600006）	中国国贸（600007）
首创股份（600008）	上海机场（600009）	钢联股份（600010）
华能国际（600011）	皖通高速（600012）	华夏银行（600015）
民生银行（600016）	上港集箱（600018）	宝钢股份（600019）
中原高速（600020）	上海电力（600021）	济南钢铁（600022）
中海发展（600026）	华电国际（600027）	中国石化（600028）
南方航空（600029）	中信证券（600030）	三一重工（600031）
福建高速（600033）	楚天高速（600035）	招商银行（600036）
歌华有线（600037）	中国联通（600050）	夏新电子（600057）
五矿发展（600058）	海信电器（600060）	双鹤药业（600062）
葛洲坝（600068）	上海梅林（600073）	澄星股份（600078）
同仁堂（600085）	南京水运（600087）	中视传媒（600088）
特变电工（600089）	明天科技（600091）	云天化（600096）
广州控股（600098）	清华同方（600100）	莱钢股份（600102）
青山纸业（600103）	上海汽车（600104）	亚盛集团（600108）
中科英华（600110）	东方航空（600115）	西宁特钢（600117）
郑州煤电（600121）	兰花科创（600123）	铁龙物流（600125）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续上表）

杭钢股份（600126）	中青旅（600138）	建发股份（600153）
福田汽车（600166）	上海建工（600170）	上海贝岭（600171）
雅戈尔（600177）	生益科技（600183）	兖州煤业（600188）
锦州港（600190）	复星医药（600196）	大唐电信（600198）
江苏吴中（600200）	山东铝业（600205）	安彩高科（600207）
紫江企业（600210）	长春经开（600215）	江苏阳光（600220）
海南航空（600221）	凌钢股份（600231）	桂冠电力（600236）
广汇股份（600256）	北京城建（600266）	海正药业（600267）
赣粤高速（600269）	外运发展（600270）	航天信息（600271）
南钢股份（600282）	兰州铝业（600296）	酒钢宏兴（600307）
华泰股份（600308）	烟台万华（600309）	振华港机（600320）
G宏达（600331）	长春燃气（600333）	天利高新（600339）
国阳新能（600348）	山东基建（600350）	承德钒钛（600357）
江西铜业（600362）	宁沪高速（600377）	健康元（600380）
金地集团（600383）	抚顺特钢（600399）	安泰集团（600408）
G江汽（600418）	中远航运（600428）	中化国际（600500）
上海能源（600508）	贵州茅台（600519）	深高速（600548）
G天威（600550）	安阳钢铁（600569）	八一钢铁（600581）
海油工程（600583）	海螺水泥（600585）	上海航空（600591）
光明乳业（600597）	北大荒（600598）	青岛啤酒（600600）
方正科技（600601）	广电电子（600602）	上海科技（600608）
上海金陵（600621）	上电股份（600627）	百联股份（600631）
大众公用（600635）	广电信息（600637）	浦东金桥（600639）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续上表）

申能股份（600642）	爱建股份（600643）	原水股份（600649）
爱使股份（600652）	申华控股（600653）	飞乐股份（600654）
福耀玻璃（600660）	强生控股（600662）	陆家嘴（600663）
川投能源（600674）	中华企业（600675）	上海石化（600688）
青岛海尔（600690）	大商股份（600694）	北亚集团（600705）
彩虹股份（600707）	天津港（600717）	东软股份（600718）
宁波富达（600724）	华电能源（600726）	辽宁成大（600739）
山西焦化（600740）	巴士股份（600741）	华银电力（600744）
大显股份（600747）	综艺股份（600770）	全兴股份（600779）
通宝能源（600780）	东方锅炉（600786）	轻纺城（600790）
国电电力（600795）	浙大网新（600797）	悦达投资（600805）
马钢股份（600808）	东方集团（600811）	华北制药（600812）
隧道股份（600820）	东方明珠（600832）	上海机电（600835）
四川长虹（600839）	上海医药（600849）	海欣股份（600851）
春兰股份（600854）	内蒙华电（600863）	星湖科技（600866）
梅雁股份（600868）	仪征化纤（600871）	创业环保（600874）
火箭股份（600879）	亚泰集团（600881）	杉杉股份（600884）
国投电力（600886）	伊利股份（600887）	广钢股份（600894）
张江高科（600895）	长江电力（600900）	开滦股份（600997）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章

股指期货——证券期货市场的创新

期货离不开一个“货”字，人们一直把它看作“商品”。实际上，如果说商品期货还与实物商品有点关系的话，股指期货已经与实物商品切断了最后一丝联系。

股票，这一虚拟经济的产物，有个“题材”，甚至有个“概念”都可以使人们产生美好的想象，让股票价格疯狂上涨，使“透支”行为屡屡发生。如果再加上股指期货，行情将“透支”到哪个份儿上?

天上的风筝飘得再高，总有根线要连到地上。如果说股票价格是“风筝”，那股指期货就是环绕“风筝”的气流，它托上压下的作用，让股价不会脱线而去。“气流”对“风筝”来说，看不见也摸不着，但它却实实在在地在发生作用。

谈到期货，人们往往将它与“货”，也就是商品相联系，并且望文生义，将远期交割的商品谓之“期货”。如果说，100 年前早期的期货交易尚可如此理解的话，那么到现在，如此解释已远远不能涵括“期货”全部内在含义了。举一个最简单不过的例子就是“指数”如何进行买卖，又如何交割呢?

期货交易，即以标准合约进行买卖，在规定的未来期限进行交割的一种交易。早期的期货交易基本是以交割实物商品为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目的的，但随着市场经济的发展和交易规模的扩大，商品交换已不是人们进行交易的目的。因此，实物交割逐渐淡化，甚至仅保留很小的比例，大多数交易追求的是差价获利。为追求价差，有时在很短时间内，针对同一商品就进行多次买卖行为，更有意义的就是买空和卖空的行为允许发生，而且成了主要的交易方式。

买空和卖空，引发的是人们商品买卖行为的一场“革命”。不要说在计划经济条件下，买空和卖空是完全非法的，就是在商品经济条件下，买空和卖空也是有悖于商品贸易的常理的。因为商品贸易的基本功能就是实现商品所有权的交换。比如农民出卖粮食的所有权而换回来货币，而居民则出卖货币的所有权而换回来粮食，每一次交换，都必须引起所有权和使用权的一次位置对换。而买空和卖空交易者的目的，不是出于商品所有权的交换，而是关注着在这个交换过程可能出现的差价。这种在实物经济中视为没有意义的交易行为，的确完全反映了虚拟经济的本质追求。

期货交易的历史，我们可以追溯到 1848 年美国的芝加哥。那里是美国的粮仓，以生产玉米、小麦著称。每年玉米、小麦收割的季节，因为下雨，使乡间小路变得十分泥泞，农民赶着马车、牛车将玉米、小麦从遥远的乡村运到城镇的粮食市场销售，因供求信息缺乏沟通，商人和农民之间常常为价格问题产生争执，看着一年辛苦劳作而收获的玉米、小麦卖不出好价钱，农民怨气冲天；而在供大于求的情况下，商人们又实在无法以更好的价钱收购。在供不应求的时候，商人又为寻找货源而苦不堪言。交易方式的落后，直接制约了农民生产和商人贸易的积极性。就在这一年，芝加哥地区 82 位从事粮食交易的商人聚在了一起，商讨尝试一种新的交易方式。他们将玉米、小麦的品种、质量、数量等项指标相对标准化，制成一种除了价格要经过交易才可确定而其他交易内容基本固定的交易合约。在玉米、小麦尚未种植时便针对这种合约进行交易，交易的信息可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

直接反馈给农民，农民根据交易所传递过来的信息，安排一年的生产计划。同时将预期收获的玉米、小麦，以自己认为合适的价格提前在市场卖出。这种新型的交易方式，以价格的升跌调节了市场的供求，而市场的供求随时调节价格的波动，农民则早已锁定了生产成本和利润，频繁的交易活动，使原本需等到玉米、小麦收成后才集中出现的市场风险随机得到了释放，农民和商人的基本利益都得到了保证。这便是现代期货市场的早期形式。而芝加哥则几乎成了全世界期货市场的圣地，这里有全世界最著名的期货交易所，有最大的期货交易规模，有最传统同时又最根深蒂固的期货理念，还有最古老，差不多是世袭的期货专业人士——期货经纪人。

芝加哥的商人们也许怎么也想不到，他们所开创的现代期货交易的先河，在流淌过实物经济的沃土，进入虚拟经济的领域之后竟借助无比想象的翅膀一飞冲天。特别是在20世纪80年代，期货成为世界金融创新的主要工具，占有了世界贸易绝大多数的交易额。在这个创新过程中，期货交易原本起了最主要作用的商品交换的功能越来越萎缩，而回避风险、发现价格的内核被挖掘出来发扬光大，风险交易、套利成为越来越普遍的交易手段。

一、期货的交易机制

期货一般相对于现货而言。如果顾名思义，仅仅理解为现货为现场实现交割，那么期货则是远期实现交割的话，那是大错特错了。期货，之所以至今让人们觉得比较神秘，甚至让人望而生畏，那就是因为期货不仅仅将人们的交易行为与交割行为在时间和空间上大大地拉开了距离，而且更重要的是期货实现了人类历史交割制度上的一次伟大的创新，这种创新给人类预留的想象空间远远超过同类型其他任何创新活动。从而使期货从乡间农民与商人的一种交易方式，能够横跨商品期货、金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

融期货、指数期货的巨大空间，成为当今世界金融大亨乃至各国政府经济管理层都不敢藐视的一种金融工具，其中魅力可谓叹为观止。在当今世界，如果说美洲的蝴蝶煽动几下翅膀，便可以在太平洋上掀起一场风暴，也许是不可思议。但是如果华尔街的大亨在计算机上按动几个"键"，就可以在亚洲形成一次金融风暴，那是几乎没人怀疑了。

在人类发展的过程中，人类在只要可能的条件下，总要追求更快的速度，更高的效率，更丰厚的利润，这是人类经济活动的原动力。尽管近几十年来，随着人类科技的突破性进展，给经济活动提供了远远超过以往任何时代的各种便利条件和获利机会，但是，人们的想象空间并没有稍加抑制，相反，因科技创新的巨大支持，人们相信任何经济奇迹都是可以创造出来的。可是，与人类无限想象力相矛盾的是，任何事物的物理增长和化学裂变都有规定的期限。比如，农作物必须经过几个月的生长才能收割；钢铁必须从铁矿石起经过多种工序的陶冶；煤和石油要经过地下埋藏物数亿年的逐变演化等等，这对人类经济活动无疑是一种极大的限制，因此，人们将眼光投向了未来。现在，人们以前所未有的热情，更为现实地关注着未来，未来能给我们什么回报呢?！股票、期货是人们通向未来的一座桥梁。

期货交易实现了将实物的商品买卖关系"虚拟化"的过程。一般的商品买卖关系，必须按照"货币→商品"（G→W）、"商品—货币"（W—G′）的流程，最后的"G′"，即代表增值了的货币，有了回报。商品生产者和流通者（商人），他们从事着商品的生产和流通的职能，但是，生产出商品和买卖商品并不是他们的目的，获利才是目的。在传统经济条件下，为了获利，他们必须进行实物商品的生产和买卖，在期货交易中，这种传统的商品生产、流通过程被"虚拟化"了，取而代之是一张"标准合约"；生产者和商人的界限模糊了，卖出商品的不一定是生产者，买进商品的不一定是商人，推而广之，社会大众皆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可在其中从事商品的买卖活动，给他们统一冠之以一个名称“投资者”。买卖“标准化合约”中形成的价格差，成了所有“投资者”追逐的目标。期货交易中允许“买空”或“卖空”，也就是说手中不需要持有足够的货币，只需缴纳一定比例的“保证金”即可买进商品（标准合约），同时，手中不需要掌握商品，只需缴纳一定比例的“保证金”即可卖出商品（标准合约），在这里，买卖的是什么商品已经不重要了，不管是小麦、玉米、大豆或是石油、金属，它们如何生产出来，又有什么用处，皆被忽视了，大家关注的就是买卖这些商品所产生的价差。实物商品的时空概念没有了。时间上所表现的生产、销售的持续期和延续期，如生产过程和运输、储备过程被淡化了、消灭了；空间上表现的移动，如将商品从甲地运往乙地也被淡化了、消灭了。因价差所产生的盈利或亏损在期货市场一步到位得到了实现，G—W，W—G′直接变成了G—G′，实物商品（W）被简化掉了、虚拟掉了。用一句通俗的话来说，就是“以钱生钱”。

也许有人会问，作为一个市场投资者，只关注商品差价，而不重视实物商品，那么作为实际的商品生产者或流通者，仍从事实物商品的经营，他们在期货市场只为“套期保值”，这也是“虚拟化”吗？答案仍是肯定的。“套期保值”是期货交易的一项重要功能，是为商品生产者、经营者锁定生产经营成本，取得合理利润的重要方法。但是，“套期保值”的实现过程仍是“虚拟”的。举例说明：

某农场生产大豆，生产成本在1800元/吨，生产能力在10万吨/年。年初播种时，发现期货价格在2200元/吨，他们在这个价格卖出10万吨大豆的标准合约（当然，如果这时期货价格在1800元/吨或更低，说明市场上已明显供过于求，有必要减少生产计划，调节供求关系，促使期货价格上涨）。待大豆收割的11月份，卖出的大豆合约准备交割了，这时的期货价格必然只有两种情况：上涨或下跌，同时现货价格在涨、跌方向上也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

必然与期货价格是一致的。

上涨：期货价格涨到2400元/吨，现货价格在2300元/吨。

如果这时农场将大豆实行实物交割的话，则要将10万吨大豆运到指定的交割仓库，接受烦琐的商品检验，缴纳储存费用等，交割成本在200元/吨，每吨大豆可赚200元。

但是，如果农场不进行实物交割，而是按现货价格出售（因现货一般只在农场就近的火车站车板交货，成本约80元/吨），现货每吨可赚420元（2300元－1800元－80元）。在期货市场则要以2400元/吨的价格买进10万吨标准合约，以对冲掉原来卖出的同等数量的合约，每吨亏200元（2400元－2200元）。现货与期货抵消可赚220元/吨（420元－200元）。

下跌：期货价格下跌到2100元/吨，现货价格2000元/吨。

如果进行交割，减去交割成本200元/吨，可赚200元/吨（2200元－1800元－200元）。

如果不进行交割，按现货价格卖出10万吨大豆，每吨交货成本80元/吨，可赚120元/吨（2000元－1800元－80元）；同时按2100元/吨买进10万吨标准合约，以对冲掉原来卖出的同等数量的合约，每吨可赚100元（2200元－2100元），现、期货共赚220元/吨。

由以上可看到，不论期货价格是上涨还是下跌，不进行实物交割所赚的利润均比进行实物交割要多。所以，不进行实物交割往往成为“套期保值”的首选目标，而实际上在全世界的商品期货交易中，实物交割率都只占交易总额的不足3%，有的品种交割率更低。

正因为其“虚拟化”的特点，20世纪80年代以来，期货交易日益受到全世界金融品种交易的青睐，金融期货的发展日新月异。利率期货、外汇期货以及期权等期货品种的发展，已迅速超过商品期货的发展，占有了绝大多数的市场份额。同时更为“虚拟化”的指数期货也寻找到自己的生存和发展空间。

期货交易具体的交易机制是怎样的呢？它主要由以下几种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制度构成：

1. 期货标准化合约。

标准化合约是期货与现货交易、远期合同交易最重要的区别之一。因为期货交易的交易方式与现货完全不一样，而与股票市场接近，都是在集中的市场由集合竞价来实现，市场关注的仅仅是价格的变动。除了价格之外，其余交易条件是无法由买卖双方商议的。所以，期货标准合约的设计思想，就是将除价格之外的所有交易条件均由标准化的格式规定下来，包括商品名称、数量、质量要求、交割时间、交割地点以及其他的具体要求均明确规定下来，只有价格由期货市场上竞价产生。

表 4－1　标准普尔 500 种股票指数期货标准合约

交易单位	500 美元×S&P500 股票价格指数
最小变动价位	0.05 个指数点（每张合约 25 美分）
每日价格最大波动限制	与证券市场挂牌的相关股票的交易规则相协调
合约月份	3、6、9、12 月
交易时间	上午 8:30—下午 3:15（芝加哥时间）
最后交易日	最终结算价格确定日的前一个工作日
交割方式	按最终结算价格以现金结算。此最终结算价由合约月份的第三个星期五的 S&P500 股票价格指数的构成股票市场开盘价所决定。
交易场所	芝加哥商业交易所（CME）

2. 交易保证金制度。

期货交易与现货交易和股票交易都不一样的地方，就是不需用足额资金来完成交易行为。期货交易只需按规定缴纳一定比例的保证金，即可入场交易。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保证金又分为初始保证金和调整（追加）保证金。

初始保证金是入场交易时，根据交易品种当时的市值按比例计算出来的保证金数额。如需卖出一张大豆合约（每张合约规定的数量是 10 吨），当时市值 2000 元/吨，保证金比例为 5%，这样，只要缴纳 1000 元，就可买卖一张大豆合约。

调整保证金，亦称追加保证金，是在持有合约期间，根据所持有合约的市值变动情况而不断调整的保证金数额。如卖出一张大豆合约后的某日市值已成为 2200 元/吨，保证金比例为 5%，保证金所需总额已达到 1100 元/张合约，因初始保证金仅缴纳 1000 元，所以需追加 100 元的调整保证金。

是否需要追加保证金，又是根据持有合约的市值变动所带来保证金账户是浮动盈利还是浮动亏损所决定的。如果市值变动所带来的是浮动盈利，则不需要追加保证金，如果市值变动所带来的是浮动亏损，则需要追加保证金。

比如，按 2000 元/吨卖出一张大豆合约，当市价下跌，大豆合约处于盈利状态时，不论下跌幅度有多深，均不用追加保证金。相反如市价上涨，超过一定的上涨幅度时便会要求追加保证金了。

调整保证金还有另外一种功能，即按合约规定或期货交易所的有关规定，在特殊情况下，可能会调整保证金的收取比例。

比如香港期货交易所就规定，如恒生指数波动幅度过大时，交易所有权要求期货交易客户提高保证金的比例，最高可达到按 100%的比例收取保证金。

国内的一些期货交易所，在临近交割日之前，会逐步提高保证金的收取比例。因此，参与期货交易应认真了解期货交易所及期货标准合约的有关规定，避免出现不必要的风险。

3. 逐日盯市制度。

这是一种逐日根据市值变动而确定保证金数额的计算制度。实行逐日盯市制度才能确保交易秩序的维持和防范市场中可能出现的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这种计算制度下，每一个交易者在持有期货合约期间，其市值是每日进行计算的，并对比上一日的市值进行盈亏计算，盈利者计算出浮动盈利额；亏损者计算出浮动亏损额，并被要求追加保证金。当亏损者的保证金数额达不到规定的比例，又未按时追加保证金时，期货交易所有权将其期货合约强行平仓，所造成的损失由该交易者自己承担。

4. 涨、跌停板制度。

为防止因市场价格剧烈波动，市场中出现交易者所缴纳的保证金在一日内全部亏完而导致保证金账户上出现负数，从而引起结算的风险，期货交易中必须设立涨、跌停板制度。其涨、跌停板的设定比率一定要低于保证金的缴纳比率。比如保证金的缴纳比率在市值的5%，则涨、跌停板的设定比率一般不会超过5%。

5. 交割制度。

如交易者持有期货合约超过该合约所规定的最后交易日，该合约则必须进行交割。进行交割是交易者迫不得已的一种选择，因为交割者除了要接受比现货严格得多的交割程序，付出交割成本之外，更重要的是交割者要筹足在保证金比例以外的足额资金，从期货交易的角度来说，这是一种严重的资金浪费。

二、商品期货

商品期货，即是以实物商品为标的的期货标准合约。并不是所有商品都可以做期货品种，一般说来，可以开发为期货品种的商品须满足以下几个条件：

（1）须是在完全竞争条件下的商品，商品价格完全由市场决定；

（2）大宗商品，其质量必须是相同的、均匀的，其等级、规格适合进行标准化分类；

（3）该种商品须拥有众多的生产者和消费者，交易活跃而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分散，不会形成垄断；

（4）具备良好的现货交易基础。

早期的商品期货品种，一般以农产品多。因为农产品的生产受自然条件的限制比较大，如受气候的影响，水、旱、风、虫皆对农产品的生产影响极大，预期中的不确定因数比较多。对农产品消费量的增减情况，一般来说是可预测的，而对生产量的增减则很难预测，因此引起价格的波动。通过期货交易，套期保值者得以回避价格波动所带来的风险，如玉米、小麦、大豆、白糖、咖啡等商品。后来，工业原料性商品也加入到期货交易的行列，如铜、铝、锌、白银、石油等等。与农产品相反，工业原料生产量的增减基本是可以预测的，但受整个经济景气与否变动的影响，工业原料消费的增减却是很难预测，所以通过期货交易以回避价格波动带来的风险。因此，直至今日我们仍然看到，在期货市场里，预测农产品的价格走势，以预测生产形势为主；预测工业品的价格走势，则以预测消费形势为主。

表 4－2　原广州商品期货交易所成品油标准合约

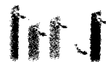
商品	90 汽油	70# 汽油	0# 柴油	180# 燃料油
交易单位	50 吨	50 吨	50 吨	50 吨
价格单位	元/吨	元/吨	元/吨	元/吨
最小变动价值		1 元/吨	1 元/吨	1 元/吨
每日价格最大波动限制	不得高于或低于上一交易日结算价的 4.5%	同左	同左	同左
合约月份	6 个月内任何月份	同左	同左	同左
最后交易日	期货交易所到期月份的第六天前一个交易日	同左	同左	同左
交割等级	按广交所的交割规定	同左	同左	同左

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



三、金融期货

金融期货，也就是以金融工具为标的的期货标准合约。从时间上来分野，20世纪70年代以前，是商品期货为主；之后则是金融期货迅速发展起来，在很短的时间内便占据了主导地位。追究其中原因，就是因为在20世纪70年代，世界的金融制度发生了根本变化。第二次世界大战以后，美国迅速崛起成为世界上经济最强大的国家。在其他各国皆处于战后重建的困难时期，美国却因在“二战”中未受损失，又结束了“孤立主义”，重返世界政治经济舞台，在国际政治经济生活中异常活跃，经济上迅速致富，在国际上建立的货币体系中，各国只有唯美国马首是瞻。况且世界的黄金储备，75%集中于美国。美国因此而雄心勃勃，建立起以美元为中心的国际货币体系（即布雷顿森林体系）。这个体系的核心框架就是：美元与黄金直接挂钩，即固定在1盎司黄金兑换35美元的比率上；而加入国际货币体系各国的货币与美元挂钩。维持这个体系的稳定，关键在于美国，如果美国经济出现了问题，各国均会抛出手中的美元而兑换黄金，随着美国黄金储备的枯竭，这个体系就可能崩溃。美国在享受到以美元为中心的货币体系的种种好处的同时，也承担了各国货币可能会遇到的种种风险。这个体系维持了30年，果然出现了问题。20世纪60年代，美国发生经济危机。当美元的购买力下降的时候，各国纷纷抛出手中的美元要求兑换黄金，美国先是被迫将1盎司黄金提高到兑换38美元，后来还宣布停止美元与黄金的兑换。几经争议，到70年代，国际货币体系采取“双轨制”的方法，即一方面各国货币与美元的汇率允许在一定限度里自由浮动；另一方面在结算时仍按原体系中规定的汇率结算。两种方法所出现的差额部分，用“特别提款权”来解决。但在其后的日子里，黄金价格和通货膨胀不断攀升，美元币值继续下跌。到1973年，各国不得不宣布与美元脱钩，采



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

取浮动汇率制，布雷顿森林体系崩溃了。

随着国际货币体系的崩溃，各国货币依赖强劲的美元而共存共荣的局面不再存在了，必须直接面对市场风险。为了回避这些市场风险，金融工具的期货交易展开了自己光辉的发展史。要维持货币体系的稳定，最大的变数来自于两个方面：一是汇率，二是利率。市场风险也往往从这方面发端。为了防止汇率风险，一种方法是持有各种货币的组合。当一国经济出现问题，货币贬值时，因手持有另一国货币是处于升值状态，从而减少了因某货币贬值所带来的损失。但是这种方法只适合于防止非系统风险，即只有少数国家的货币发生贬值，而另外多数国家的币值仍然稳定。如果出现全球性经济危机，各国货币相继贬值的时候，持有各国货币组合的投资者或政府就会手忙脚乱，穷于应付了。另一种方法就是开展外汇的期货交易。当持有某种货币的同时，卖出该种货币的期货，当货币贬值时，卖出的期货可以是盈利，足以弥补手中货币贬值所造成的损失。或当货币升值时，卖出的期货虽然亏损，但手中的货币因升值而足以弥补亏损。

银行的利率，即为货币的价格并构成了使用资金的成本。它随着本国货币的供求增减而出现升跌变化。利率的变化对使用资金的单位、企业构成威胁。为防范利率风险，人们发现了利率升跌的反向指标——国库券和债券的价格，从而运用国库券和债券作为避险工具。一般来说，当利率上升时，人们更偏向于将货币存入银行，而通常国库券和债券的利率是固定不变的，所以便降低了购买国库券和债券的积极性，从而引致国库券价格下跌；当利率下降时，因为国库券和债券规定了固定利率，且一般高于银行存款利息，因此，可以避免利率今后下降的损失，人们则愿意购买国库券和债券，导致国库券和债券价格上升。国库券和债券期货正是根据这个原理设计而成的，当人们预期利率将要上升时，就先卖出国库券和债券期货，如果利率真的上升，因国库券和债券下跌而盈利可以弥补利率上升

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

带来的损失。当预期利率下跌时，就先买入国库券和债券期货，如果利率真的下跌，因国库券和债券价格上涨而盈利可以弥补利率下跌带来的损失。

正因为金融期货可以有效地防范各种金融风险，20 世纪 70 年代以来，金融期货作为一种理想的保值工具，自从诞生以来就迅速而广泛地被广大投资者认可，并以前所未有的活力不断刷新期货交易量的最高纪录。在短短 20 年中，金融期货的交易量，已占整个期货交易量的 70%。开展金融期货交易的交易场所也发展到世界各地。目前，世界各国的金融期货交易品种有：美国芝加哥商业交易所（CME）的英镑、加拿大元、德国马克、日元、瑞士法郎等币种的外汇期货；伦敦国际金融交易所（LIFFE）的英镑、加拿大元、瑞士法郎、德国马克和美元等币种的外汇期货。利率期货的交易品种主要有：20 年美国国库券、10 年美国国库券、10 年日本政府债券、10 年法国国库券、10 年英联邦国库券和 20 年英国国库券等。

表 4－3　德国马克期货标准合约

交易单位	125000 德国马克
最小变动价位	0.0001 美元（每张合约 12.50 美元）
每日价格最大波动限制	开市（上午 7:20—7:35）限价为 150 点，下午 7:35 以后无限价
合约月份	1、3、4、6、7、9、10、12 和现货月份
交易时间	上午 7:21—下午 2:00（芝加哥时间）
到期合约最后交易日截止时间	上午 9:16，市场在假日或假日之前将提前收盘，具体细节与交易所联系
最后交易日	从合约月份第三个星期三往回数的第二个工作日上午
交易场所	芝加哥商业交易所（CME）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章

我国期货的市场基础

中国金融期货交易所的成立，是我国期货业走上规范发展的新的里程碑。谁曾想到，十几年前当“呼啦啦”冒出来近五十家期货交易所时，股指期货、外汇期货也曾与西瓜期货、瓜子期货比翼齐飞。中国人的创新意识，在期货界得到了集中体现。

新的交易工具，激发出对新的交易技术的极大热情，期货交易成为了解和认识虚拟经济的最好教材。

法规滞后发展，使期货交易一时间几乎成为无缰之马，交易风波层出不穷，不得不进入整顿。

“萧瑟秋风今又是”，随着股指期货的推出，期货交易又进入一番新的天地。

1990 年，新中国第一家引入期货市场机制的交易市场——郑州粮食批发市场（后改为郑州期货交易所）诞生，标志着我国在发展社会主义市场经济的进程中，翻开了期货交易的历史。随后深圳、上海、郑州、大连、北京、广州、沈阳、成都等地纷纷成立了期货交易所和一大批期货经纪公司。到如今已超过 15 年时间，大约经历了四个发展时期：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一、开创时期（1990—1995年）

1990年，由国务院研究发展中心、商业部和河南省粮食厅合作，引进期货市场的交易机制，开办了郑州粮食批发市场，开始了期货交易在我国最初的尝试。顾名思义，这个批发市场主要经营的是农产品期货。其后，深圳和上海分别成立金属交易所，主要经营铜、铝等金属品种。这种新颖的交易机制很快吸引了国内众多生产和经营这些品种的企业的关注，并试图从中开展套期保值业务。

初步尝试的成功，期货交易所“发现价格、回避风险”的功能，正好解决了放开定价管理后由市场决定价格而造成的众多企业对价格走势的迷茫和惶惑，以及我国原有的现货市场相对封闭、信息不流畅而造成的商品价格混乱等问题。全国各地掀起了兴办期货交易所的热潮，大连、北京、广州、海口、苏州、天津、沈阳、成都等地迅速办起了期货交易所，同时全国各地也成立了一大批期货经纪公司，最多时达到600多个。交易品种涵盖了世界上期货市场已开发出来的多数品种，包括玉米、大豆、粳米、籼米、豆粕、绿豆、红小豆、夹板、白糖、橡胶、咖啡、铜、铝、锌等。有的世界上没有开发的品种，我国的期货市场也开发出来了，如苏州商品期货交易所开发的线材期货，居然取得成功，成为当时国内很有名气的一个交易品种。这个品种的开发成功，连国外的同行也感到惊异。上海粮油期货交易所开发的粳米期货，广东联合期货交易所开发的籼米期货，不仅让南方种植大米的地区感到卖粮不难了，让盛产大米的泰国也羡慕不已，赶紧组织政府代表团到我国取经，也准备开办期货交易所。更为难能可贵的是，1994年上海证券交易所、广东联合期货交易所、北京商品期货交易所先后开发出我国第一个金融期货品种——国债期货。对比这期间股票市场进入熊市，成交极度萎缩的状况，期货市场却逐渐升温，最后



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

达到“火爆”的局面。全国期货市场的交易总额从最初的3000亿元/年，发展到1995年达到高峰，竟然达到17万亿元/年。这时期货市场一片乐观，似乎我国可以从国外开办期货市场150年的经历中充分享受“后发利益”，期货交易的前景一片光明。

二、清理整顿时期（1995—1997年）

期货市场在短时期得到如此蓬勃的发展，在给我国市场经济带来一片清新空气的同时，因发展过速也带来不少负面影响。国家经济管理层从一开始积极引进、尝试期货机制，到现在考虑的则是如何抑制过快的发展趋势。1994年全国已经成立开业和正在准备开业的期货交易所竟达到50个，相当于世界上期货交易所的总和；期货的规范建设滞后，各交易所根据从国外期货交易所引进的规则自行设计期货交易规则，国家期货监管部门一时间无法对全国各期货交易所的交易规则、标准合约和交易行为进行统一规范。各执法部门面对期货交易的各项规则，犹如“天书”，最后对期货交易中出现的纠纷，竟然是以最高法院一个座谈会的《纪要》为执法蓝本；汹涌而来的交易浪潮，引发了不少交易品种出现市场风险。期货经纪公司违规进入境外期货交易所，给客户造成损失而引起纠纷不断。

清理整顿期货市场从禁止期货经纪公司进入外盘交易开始，然后逐项理顺国内期货市场的各种关系。一是整顿期货交易所和期货经纪公司。将审批设立期货交易所和期货经纪公司的权限从地方政府收归中央主管部门，压缩期货交易所的数量。第一步在1995年将期货交易所减至15个；第二步在1997年又继续减至3个，全国仅存上海期货交易所、大连商品期货交易所和郑州商品期货交易所。对期货经纪公司实行严格的年审制，年审不过关的不准继续营业。二是清理整顿期货交易品种。我国经济从1993年开始加大宏观调控的力度，使过热的经济降温并争取“软着陆”。早期以治理通货膨胀、控制过快的经济增长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

速度为重点。在这个时期兴起的期货交易，价格完全由市场“发现”，在经济过热的余波推动下，价格是往上“发现”的多，往下“发现”的少，有的品种还是关系国计民生的重要商品，在全国物价指数体系中占有重要的位置。这些商品的连续“炒高”，就有了推动通货膨胀、促进价格上涨的嫌疑，如白糖、粳米、线材等，为顾全大局，这些品种被率先停止交易了。石油期货又因为全国石油销售体制的改变而无法继续交易。最为可惜的是，因为上海证券交易所在1995年初发生了“327国债期货交易风波”，在国内外造成很不好的影响，致使国债期货惨遭腰斩。由于这一批现货市场基础比较好、交易规模比较大的品种相继被暂停交易，而股票市场仍显得十分疲弱，滞留在期货市场的大量资金缺乏宣泄的管道，纷纷涌进仍在继续交易的品种，特别是一些“盘子比较小”的小品种，引起资金膨胀，推动这些小品种的价格节节上升，不可抑制。如苏州期货交易所的红小豆期货，价格从2000元/吨，一直炒到7000元/吨的天价。如此“炒”期货，完全违背了价格发现和回避风险的初衷，红小豆期货不得不被暂停交易了。因为这些原因被暂停交易或变相暂停交易的还有夹板、玉米、咖啡、啤麦等等。三是加强期货市场的监管和法规建设。在期货市场处于清理整顿的过程中，其市场定位无法明确，仍然只能试办，所以《期货法》几易其稿，却无法提上议事日程。为弥补期货市场的法规空白，由政府主管部门制定了一批相互配套的管理法规。同时对期货交易所加强集中管理，规定期货交易所的章程、交易规则、实施细则、期货标准合约均须上报政府主管部门审批；期货交易所的主要负责人须报送政府主管部门任命；期货交易所针对市场运作的公告及非常措施，均要报政府主管部门备案等等。四是加大了期货市场中违规行为的惩罚力度。一批期货交易所、期货经纪公司因违规被取消营业资格，一批在市场中违规操作、兴风作浪的投资者被宣布为“市场禁入者”。经过这一段时间的清理整顿，我国期货市场的监管架构和管理模式得到了廓清，



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过度投机的行为得到有效抑制，从而为今后的健康发展打下了坚实的基础。

三、冬眠时期（1997—2000 年）

我国期货市场在清理整顿的过程中，恰逢东南亚发生金融危机，世界经济结构和产业结构的调整加剧。我国经济宏观调控的重点，从抑制经济过热、通货膨胀，转到了扩大内需，启动经济发展和克服通货紧缩。当民间投资不振、市场消费疲软的时候，期货交易也必然陷入低潮。留存下来的三个期货交易所的期货交易品种，也都远离新一轮经济启动初期会率先作出反应的行业和商品，交易规模急剧缩小甚至萎靡不振也就不足为怪了。当年，中国证券业最权威的报纸《中国证券报》用整版的篇幅，连篇累牍地报道期货市场的各种信息和行情，现在已荡然无存，仅可在报纸的夹缝中刊登几个交易所的交易信息。期货市场轰轰烈烈的昨天，似乎已被人们彻底遗忘了，人们呼唤着春天的到来。

四、复苏时期（2000 年至现在）

进入 2000 年后，我国经济出现了令人振奋的“亮点”，国民经济增长速度经历了 7 年持续下降之后，这一年首次出现了增速回升。进出口贸易出现恢复性增长，社会商品零售总额增长，物价水平扭转了下滑趋势而趋向稳定。股票市场在 2000 年迭创新高，人们投资踊跃。人们开始预测，我国新一轮经济周期就要来到了。

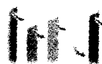
新一轮经济周期的启动，会促进百业重新走上兴旺。期货市场会有希望吗？有人认为，如果期货市场仍然囿于原有的几个商品期货品种甚至增加几个商品期货品种，要想取得突破性的大发展，希望都不会大。进入新世纪后期货市场出现了令人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

振奋的复苏，一是拜托于我国经济的持续走好，二是拜托于股市陷入低迷。期货市场要重新走向发展，一定要伴随着重大的金融创新活动。马克思主义认为，事物的发展从来不是简单的重复，而呈现螺旋式上升的趋势。事物的发展往往出现“否定之否定”的过程。原有的一些交易品种被否定了，它的第二次否定就不是“恢复”，而是创新。当今世界经济的结构调整，是以网络、通信、生物科技等新经济的因素驱动的，我国的经济发展，也确立了“创新型经济”的发展战略。新经济的整体框架，也许现在是模糊不清的，但它仍然代表了今后的发展方向。作为处于经济发展前沿，当属最高交易层次的期货交易，如果仍然守着几个传统经济的商品期货品种，它对创新型经济的发展有什么贡献呢?

幸喜国家证券主管部门对今后证券市场如何发展、如何应对中国加入 WTO 后的形势进行了框架式的安排，那就是要加快与国际市场接轨，推动证券市场规范化、市场化的进程，超常规发展证券市场。要加快金融创新的步伐，培育机构投资者，开设二板市场，设立开放式基金，逐步允许外资进入中国股市。同时，要开发金融期货品种，设立外汇期货和股票指数期货。其中尤其以开发股票指数期货作为首选目标提了出来。

股票指数期货的推出，将给中国期货市场重新带来勃勃生机。股指期货的推出，必将引起股票市场中投资结构和投资理念的深刻变化，在证券市场中提供避险机制，有效地防范金融风险，同时，也丰富股市中的想象空间和运作题材，促进股市交易更趋活跃。股票指数期货的推出，将更深刻地改变我国期货市场的现状，为我国证券市场的发展作出自己应有的贡献。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章

股指期货的作用

股指期货的目的是为股票市场交易保值，回避市场风险。但是，股指期货也属于虚拟资本的特性，从它的母体——实物经济诞生出来，为实物经济服务的同时，又日益独立出来，反过来造成实物经济和股票的分离，并企图影响它们的发展态势。所以，我们在估价股指期货的作用时，既要看到它为股票交易者提供发现价格、套期保值的工具的一面，又要看到它对股票市场的价格波动产生冲击，甚至将风险放大的另一面。对防范市场风险工具的风险防范，是我们在运用股指期货时必须注意的重要问题。

股指期货的作用，主要体现在以下几个方面：



一、淡化个股变动因素，从而把握股票价格的整体波动过程的作用

股指期货是以股票指数的变动为交易对象，因此它所关注的就是股票市场上整体价格波动的情况，而不是某一类或某只股票价格变动。所以在这种交易中，影响某一类或某只股票价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格变动的因素往往被淡化，只有构成股票指数的那些股票才是股指期货市场研究分析的对象。如果指数期货是以某个股票市场的综合指数为标的物的时候，就是以影响整个市场的系统风险为研究分析的对象。虽然目前世界上大多数股票指数期货都是以成分指数为标的，但股票指数样本股不论从市值还是从交易额来说均占全部股票市值交易额的50%以至更高的比例，样本股的价格变动必然代表大盘变动的方向，所以也可以说，股票指数期货是以防范市场系统风险为目的的。

这与目前我们国内在股市中运作的一般情况不同，以往那种只注意个股的经营业绩与价格波动而不太注意大盘指数的内涵变化的局面将会改变。股市运作的理念和操作手法将由此得到深化。所谓理念深化，就是说根据技术分析方法炒短线的风险将会增加；忽略大盘指数而只炒个股的风险也会增加。而需要立足于对国家政治、经济形势进行基本面分析的基础上，辅之以技术分析的方法，在判明大盘指数走势的前提下，选择个股在合适的价位进行运作。对短线投机者来说，要保持多方位多角度更为敏感的市场感觉，一只眼盯个股的同时，必须用另一只眼盯住大盘指数，并综合加以判断。对大多数散户投资者来说，则会增加对专业咨询机构的依赖性，需要从专业人士或专家那里得到更多的辅导与指导，或者干脆委托各类投资基金进行运作。在上市公司经营业绩得到改善，以及分配制度对投资回报有了基本保证的情况下，则应逐步减少市场投机行为，而牢固树立起参与投资的理念。所谓操作手法的深化，就是说股票市场的参与者，在学会掌握股票买卖操作手法的同时，也要学会掌握股指期货的买卖手法。从依赖股票价格在上升阶段，采取先买入而后卖出从而赚取差价的方法，同时要学习在股指期货市场上，从股票价格下跌阶段中，采取先卖空而后买入平仓从而赚取差价的手法。还要学会利用股票市场与股票指数期货市场的价格联动关系，运用各种套期保值和套利的方法从而减少风险，增加稳定收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、对未来市场风险的防范作用

股指期货可以用于防范股票市场的风险。股票市场所发生的交易行为，从其表象上说，是股权之间的交易，但从根本上说，在大多数情况下是信息产品的交易，因为如果从股权交易来说，买进股权之后我们获取了什么权利呢？应知权得到没有呢？没有。我们知道的仅是媒体公开披露的消息，而对上市公司构成所有公开信息的来龙去脉及实施细节是无法知晓的，而且从法规上还规定许多属“内幕信息”，还不应知晓。所以说，从股票市场所购买的股权，在应知权上是受到极大限制的。经营决策权得到没有呢？没有。因为所有权与经营权本来就是分离的，拥有所有权并不意味着拥有经营权。那么所有权又是怎么一回事呢？从股份公司本身的权利运行机制来看，为数众多的一般投资者其拥有股权的作用是微乎其微的。重大经营决策权、处置权、分配权都不在一般投资者手中。可是为什么大家仍然一往情深地去购买股票呢？因为购买的是伴随股权而来的这个股票的价格看涨的信息。之所以在市盈率已达到 100 倍，没有投资价值时，仍然购买这个公司的股票，因为他看好这个公司的股票市值可达到 120 倍。市场信息决定了投资者的购买行为，因信息的失真而造成投资者的购买风险随时可能发生。股票市场上所发生风险主要包括：

（1）基本面预测发生的风险。在股票市场中，基本面主要包括宏观经济分析、行业分析和上市公司研究三个方面。对这三个方面的研究分析，往往是对过去已发生的事情在尽可能充分地占有资料的基础上，运用定性分析和数量分析的各种手段，对今后所可能发生的状况进行动态的预测。这一类预测，重大发展的趋势型预测的可信度较高，越趋向微观则可变的因数越多，特别是对一些突发性的甚至会影响全局的重大事件，往往是很难预测的。如 1998 年，长江全水系发生大洪水以及东北地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

区松花江流域大洪水，将全国在一段时间内的主要工作吸引到抗洪救灾方面去。又比如 1999 年 5 月 8 日，美国的导弹突然袭击了我国驻南联盟大使馆，全国爆发声势浩大的抗议浪潮，中美关系接受严重的考验，以至对全球政治经济格局都有可能形成一定冲击等等。再比如 2001 年 9 月 11 日，恐怖分子驾机撞毁纽约世贸中心，从而引发全球股市短期内狂跌，市值损失超过 1 万亿美元等等。这些突发事件，给当时的股市均带来严重的冲击。由此引发的市场风险，从基本面分析的角度是难以预测的。

（2）政策面预测发生的风险。我国属于向市场经济转型期的国家，证券市场的建立时间过短，明显带有新兴市场的特征，特别是初期所发生的一些非市场经济的因素仍滞留在其中，为引导市场的平稳发展，政策性调控市场仍为一时不得不使用的一种手段。即使像美国那样相当成熟的市场，宏观经济政策的调整，对股票价格的影响也相当大，所以格林斯潘金口玉言，股市往往奉为圭臬。政策产生于会议桌上，来源于决策者的思想，与市场的原来走势往往不相吻合，恰恰相反，对市场的原定走势产生了种种疑虑，才会考虑运用政策加以修正，调整甚至转向。比如 1993 年 3 月 16 日，沪股见高 1558.95 点和 2 月 22 日深股见 368 点之后一路下跌，到 1994 年 7 月下旬，沪综指为 335 点，深综指跌破百点关口收在 96 点，两市成交金额仅 6 亿元。7 月底，国务院证券委会同国务院有关部门及两市负责人在北京召开会议，首次明确提出股票市场是社会主义市场经济体系的组成部分，这项政策要坚定地进行下去。会议认为当前市场出现了供求结构失衡的新情况，决定在限制供给和培育需求方面采取措施：在股票供应方面，进一步放慢股票发行和上市节奏，实行辅导制度；当年暂停新股发行和上市，次年也将视市场情况而定；同时要严格控制上市公司配股的规模。在资金投入方面，要研究采取三方面措施：一是发展共同投资基金，培育机构投资者；二是试办中外合资基金管理公司，逐步吸收外国基金投入 A 股市场；三是有选择地对资信和管理好的证券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结构进行融资。这就是有名的“八月救市”行动和“三大救市政策”，该政策的信息一经发出，市场应声强劲反弹。这是股市低迷时利用政策扭转大盘原定走势的一个实例。而在另一方面，大盘涨幅过大，同样也必须利用政策给予打压。

（3）技术分析预测的风险。技术分析发源于美国的道氏理论，其后各种技术分析的手段层出不穷，比较著名的有波浪理论、江恩理论、葛兰碧均线理论、日本发明的 K 线图以及随机漫步理论等等。技术分析就是将股票市场中曾经发生过的事情，用统计学数学分析的办法加以归纳整理，描绘出股价波动的各种曲线。技术分析信奉的是“在昨日发生过的事情，只要条件相同，明日还可能发生”，技术分析的专家也曾准确预测过一些股市重要的转折点。我国证券咨询界内，目前运用技术分析进行股市预测的很多，因为基本面分析只能对股价进行趋势性分析，而无法量化，对散户特别是短线投机者的买卖指导较为模糊。技术分析却能明确给出买卖时机，指出阻力位和支撑位，操作者可以得到明确的提示。特别是当技术分析方法越来越多地被广大投资者认可并加以运用时，往往在一些关键价位容易产生心理共鸣，技术分析的效果更为突显。但技术分析的弱点就是对基本面分析起排斥作用，只承认数字和曲线而不承认基本面分析中各要素对股票市场的直接作用。在我国股市中，机构大户在市场中往往起了主导作用，他们凭借资金实力可以人为地“作图”，因此技术分析中存在大量“骗线”。人们在试图用技术分析的方法给股市标出坐标，希望给股市操作提供参照物的同时，也设就了一个个陷阱，深套其中的投资者不计其数。

（4）共同心理而引发的风险。近年来，许多证券分析家已注意到股市中投资者的大众心理与股价之间的关系，其中最著名的就是美国投资专家乔治·索罗斯所提出的“反射理论”。这种理论认为股票市场中市场心理在一定时期会影响投资群众的行为，并产生一种群体思考的力量，而群体内部的人与人之间又互相影响、互相模仿，变成巨大的市场合力，从而产生一种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场决策以影响股价的走势。许多股票的价格，往往出人意料地飙升，又受到投资大众的追捧，追捧更促进了股价飙升。是该股票的基本面发生了本质改变吗？也许是，但也许仅仅是一项可以炒作的“题材”，由某个大户击出第一棒，让股价这个“雪球”开始滚动，其后则是从众心理驱使投资大众合力推动，使“雪球”越滚越大，越滚越快，庄家抽身而出的时候，股价骤然下跌，众散户深套其中，损失惨重。比如说前两年沪市的明星股“ST英豪”（600672）就是此种表现。该股于1998年从广华化纤演变而来，公司资产、题材随着市场需要不断变化，先种花，后搞UPS（不间断电源），再后则进入了网络股行列。股价从1998年3月的5.9元起步，经过三波爆炒，分别达到20元、28元、29元；两轮送配，除权之后借助新题材又被炒起。2000年初，借助网络题材再次被炒到29.2元，1999年年报业绩做到每股0.8元，成为当年升起的一颗明星。有消息说有可能成为又一只百元股票。就在这种巅峰状况，庄家准备出货了。5月9日除权后，庄家刻意在K线图上做出一个小圆底，眼见就要向上突破，似乎又一轮填权行情就此展开，谁知5月13日开始放巨量跳水出货，股价从此下行，长期萎靡不振。

股票市场存在的种种风险，让投资者望而却步。特别是机构投资者，包括三类企业、民营企业、保险基金、证券投资基金、开放式基金等等，他们虽然拥有比较雄厚的资金，同时也承担沉重的经营压力，因为在股市中他们只能赢不能输。在对二级市场没有充分把握之前，这些机构的资金宁愿放在一级市场申购新股而不愿意进入二级市场买卖股票。谁能保证他们在二级市场稳赚不赔呢？一是吃政策饭，靠政策扶持。证券投资基金靠的是种种政策上的优惠，如优先供应新股，保驾护航才进入了二级市场。但这种优惠政策已引起市场强烈反应，投资大众大呼“不公平”，这碗饭并不好吃。二是吃庄家的饭，靠庄家支持。庄家可以主导市场上股价的走势，要想在市场上不赔钱，只有与庄家联手。但随着市场的日益规范化，庄家行为也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

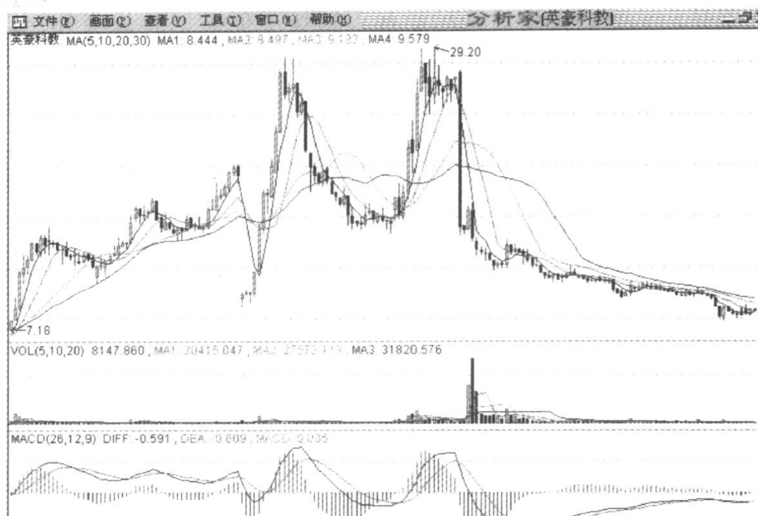


图 6－1 ST 英豪［600672］K 线图

受到了很大制约，这碗饭也快要不好吃了。而股票指数期货为广大投资者特别是机构投资者提供了一个很好的避险工具，运用得当，可以保证较稳定的收益。



三、发现价格的作用

期货交易与现货不同，现货是以现行的价格为竞价基础，买卖股票后当即进行交割；期货则是以将来预期中的价格为竞价基础，买卖成交后须等到合约到期的时候才进行交割。同时，股指期货比股票现货有更大的价格波动空间。如香港期货交易所的恒生指数期货合约关于最高价格波幅的条款中就规定“除现货合约外，均以不高于或低于上节收市指数每节 300 点为限”。也就是说，期货合约均比现货买卖有宽于正负 300 点的价格波动幅度。从期货交易的这些特点我们看到，比起现货交易，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股指期货有更广阔的空间和伸展的时间过程，期货是在一个比现货大得多的又包容现货的时空范围内进行的交易，作用于这个交易的各种信息，也是一个比现货大得多的又包容现货的信息环境。期货交易中所形成的价格，对现货交易有重要的指导作用。

具体到每只个股的买卖，人们在判断股票的价位是否见顶或见底，其中一项最重要的参照指标是看价量关系。一般来说，如果在价格的底部区域见到成交量连续放大，可以判读为见底信号，可能很快展开反弹甚至反转；如果在价格的顶部区域出现成交量的连续放大，可以判读为见顶信号，可能很快出现下调甚至暴跌。但在股市中，资金是分散于各只个股之中，庄家要操纵个股走势，或者制造“骗线”相对容易得多。比如上海梅林（600073）在 2000 年上半年的走势中，我们可以看到，从 1 月 4 日拉出第一个涨停板时，成交量并没有明显放大，比前一日甚至还有减少。到拉出第六个涨停板时，才放出巨量，比起第一个涨停板的成交金额增加 5 倍多，紧接着第二日又收出一个带长上下影的阴十字星，并伴随有巨量。这在技术分析中明显是见顶信号，一般散户肯定会将手中股票尽数抛出。谁知这正是“庄家”设置的一个“骗线”，大量筹码落入“庄家”手中，随后立即展开一波狂飙行情，从 1 月 13 日到 2 月 17 日，其中仅 16 个交易日股价从 14 元左右直升至 33.26 元，升幅达 1.3 倍。许多在相对低位抛出的散户只能望股价节节攀升而兴叹。

而股票指数期货，所形成的每个价位都是全场资金集中竞价的结果，一两个“庄家”在其中的作用微乎其微，操纵价格的可能性变得很小。因此所反映的价格信号真实度比较高，对个股的操作能起到有效的提示作用。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

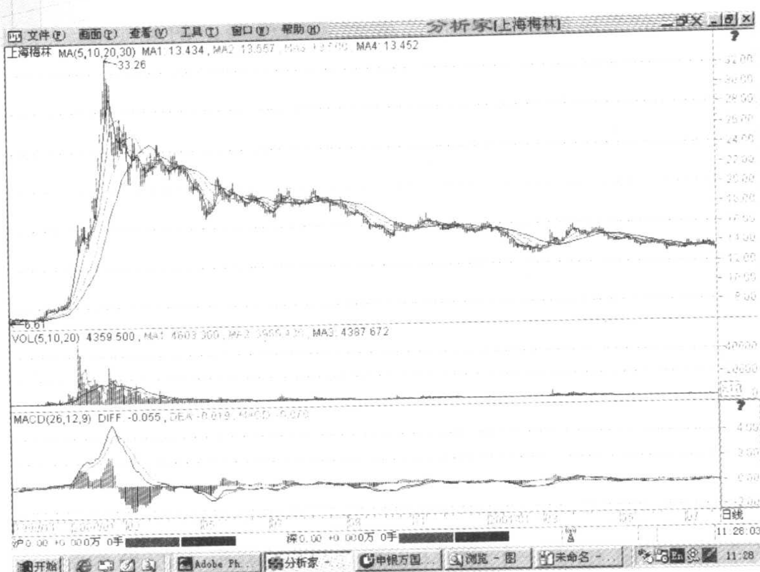


图 6－2　上海梅林［600073］K 线图

四、为股票市场提供做空机制，提高市场的流动性

做空机制，即是可以卖空。卖空，曾经作为严重的投机行为而被我国经济法规所不容，在发展股票市场的初期，便没有将卖空写入交易规则。实际上，股票市场作为虚拟经济的一个组成部分，特立独行，实物经济的决定作用有逐步减弱的趋势。人们常说，在股票市场上谁有资金谁就有发言权。有了资金同时又掌握了上市公司大部分股票，那时股价的走势就几乎到了随心所欲的地步。股市中的实践也说明，控筹程度很高的股票，股票可以随意拉到天价，又可以随意打到地价，别人是奈何不了的。在近乎疯狂的拉升中，往往可以把股价拉到常人不敢想、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不敢看的高位，待到引诱散户跟进之后，又往往以跳水方式出货，将跟进者高高地套在山顶上，几年不得翻身。为了制约庄家的这种通过控制筹码而达到操纵股价的行为，应该在市场上建立一种卖空的机制，让手中虽然没有股票，但对股价走势有清醒判断的投资者，提前介入市场操作，用卖空的方式阻止市场盲目地杀跌和拉升行为。我国的股票现货市场，已经开始建立卖空的机制，但借助股票指数期货本来具备的卖空功能，则能更有效地发挥期货原有的杠杆作用，加大做空的力度。

股票市场的生命在于其流动性。在一个流动性很好的市场，股票能随时变现，才能保持活跃的交易。但在一个只有股价上涨过程中才能赚钱的市场中，流动性受到了很大的限制。对于资金比较雄厚的机构来说，在做股票的过程中，最困难的是出货。为了容易出货，就必须控制股价的走势；为了控制股价的走势，又必须大量地控制筹码；控制了大量筹码，又增加了出货的难度，这是一种恶性循环。庄家的这种操盘手法，对散户也直接造成了影响。散户虽然资金规模小，出货不成问题，但让散户最感头疼的，不是如何选择股票买进，恰恰是卖出股票的时机难以把握。卖早了，该赚的钱没赚到，卖迟了，同样造成很大的损失。一次次懊悔，也一次次无奈。因为庄家要达到出货的目的，让人接他抛出的筹码，一定要想方设法引诱散户上当不可。有了股票指数期货后，出货难的问题将得到有效解决。因为不仅在股票价格上升阶段可以赚钱，在股票价格下跌阶段也可以通过卖空机制赚钱，明显加强了市场的流动性，股票变现变得容易了，解决了出货难的问题，庄家也不需要大量地控制股票现货，因为大量持股，不仅很难控制该股票价格，而且还很容易遭到卖空者的狙击，使自己陷入十分被动的地位。庄家也只能顺市而为，除非有实质性的利好或利空的题材，虽然从某些短期来看，股价的波动会加剧，但从中长期来看，股价的波动将趋于平缓，中长线的投资也许会成为多数市场参与者明智的选择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章

股指期货的运作过程

用“万花筒”来形容股指期货运行中的变化万端似乎一点也不过分。但万变不离其宗，股指期货毕竟是在一个国际认可大致相同的“游戏规则”下运行，最后又离不开股票指数进行结算，这便让股指期货这只“孙猴子”，不论怎么跳，也跳不出“如来佛”的手掌心。

规范运作是股指期货的生命线，股指期货的标准化合约，将每一项条款都规范好了，并事先设定，能够发生变动的仅仅是“价格”而已。所以，了解、熟悉、运用股指期货赖以生存、运作的各项规则、细则，同样是投资者在股指期货市场中的生存之道。

股指期货属于金融衍生产品的一种，金融衍生产品从 20 世纪 70 年代末 80 年代初出现以来，以前所未有的速度发展起来。金融衍生产品是为金融工具的保值和避险而设立的，但经过 20 多年的发展，由于其虚拟化的程度比较高、市场流动性强等特点，也越来越被国际上流动的金融资产所关注，他们将大量资金倾注到金融衍生产品的交易中来，这些“热钱”往往带有很强的投机性质，甚至掩盖了金融衍生产品的本来面目。那么股指期货又是为什么而设立，其具体是如何运作的呢？本章将围绕有关这些问题作出介绍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一、推出股指期货交易所需具备的条件

既然股指期货属金融衍生产品，也就是说它从金融工具中衍生出来，它设立的前提条件便是它所赖以产生的金融工具本身必须成熟、稳定和运行规范。

1. 成熟、发达的股票市场。

股票市场是否成熟，并不以个人的意志决定，任何市场都有一个从不成熟到逐步成熟的过程。成熟的市场首先要有一定的规模。从股市运作来说，足够的规模才能保持市场高度的流动性和价格不易被操纵，市场的价格走势才能比较贴近和反映出经济基本面的发展和变化而减少人为的因素。我国股票市场目前虽有 4 万多亿元的市值，但在计算市值时，是将尚不能流通的国有股、法人股也计算在内，可流通的股票市值仅 1 万多亿元，个别股票左右成分指数升跌幅度的情况依然存在。如果对照香港股市 4 万多亿元的流通市值，我国的市场规模应不算大，还是偏小的。幸好股改已基本完成，原来的非流通股将有序地、逐步地进入流通，股市规模将会有效地放大。其次要有一整套比较健全和稳定的市场法规体系。我国股市超前发展于计划经济向市场经济的转轨时期，早期在市场运作中不可避免地带有计划经济的痕迹，有的还遗留至今，对股市的健康发展形成障碍。我国股市长期不能摆脱“政策市”的阴影，市场经济这只“看不见的手”，往往被政策这只“看得见的手”所左右；而最大的问题就是遗留下来占总市值 3/4 不能流通的国家股和法人股。这部分不能流通的股票，给市场带来最大的问题是扭曲了市场供求信号，造成股票价格的严重失真。同时给通过操纵占总市值比例很小的流通股票而影响总体股票价格提供了机会。随着股改艰难地进行，总算找到了解决这个问题的办法，但大批非流通股的释放，依然会对股票价格产生一次又一次的震动。再次，要有比较成熟的投资理念。股票市场无疑给



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人们提供了投机的机会，但对股票价值的评估和决定是否购买，需要从投资的角度加以考虑和选择。尽管股市中有一句话“投资是一次成功的投机，而投机是一次不成功的投资”，但到底是投资行为还是投机行为，从入市动机到具体的操作方法上都有严格区分。有份资料显示：美国的股民，持股时间平均在一年时间以上的占了95%以上，而且其中大多数是持股五年以上的。如果中国的股市有美国股市那么成熟，中国证券公司的众多营业部只能去喝西北风了。香港的股市总流通市值4万多亿元，恒生指数单日升幅达到500点时，成交金额也就100多亿元，平均1个亿的资金可以推动指数近5个百分点；而上海证券交易所，流通市值8000亿元，200多亿元的成交量仅推动综合指数10个百分点左右。当然两地指数在计算方法上存在着差异，我们从中只能得出一个近似的概念：即成熟市场中筹码锁定比较好，股民心态比较稳定；而我国市场上投资者的心态比较浮躁，投机的意愿比较强。

一个市场的成熟与否，当然没有一个绝对的标准。与周边市场横向比较，我国证券市场起步太晚，存在不小的差距。但对自身市场的纵向比较中，我们发现虽然只有十多年时间，却已走了别人要花多得多的时间才走完的路。正因为有成熟市场的经验和教训，我们可以充分发挥后发优势，在更高的起点上走出一条发展的捷径。但建立在目前股票现货市场水平之上的股指期货，所遇到的问题自然会更多更复杂一些，对此必须要有充分的准备。这也许正是我国股指期货虽然各界人士反复呼吁，但却始终“犹抱琵琶半遮面，千呼万唤‘不’出来”的原因吧。

2. 牢固的期货市场基础。

股指期货，又是期货市场中的一个交易品种，因此它不仅受到股票市场发展的制约，同时也受到期货市场发展的制约。本书在前面章节已列举了期货交易与股票交易的种种不同特点，从中可以看出期货交易的虚拟化程度更高，由保证金交易所产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生的“杠杆效应”更大，所以对市场监管和风险防范的要求更严格。从投资者来说，有过期货交易经历的投资者与没有期货交易经历的投资者比起来，有更强的风险防范意识和心理承受能力。

我国期货市场从一片空白到现在已初具规模。我们有了丰富的商品期货的经验，同时也有过金融期货的尝试。1993 年，在期货交易刚刚诞生的时候，在国家监管部门的支持下，有的交易所就在策划开发股指期货和外汇期货等品种，只不过当时市场条件不成熟而作罢。我国期货交易虽然仅经历了 10 年时间，可是其中所发生的交易风险并不少见，除了“327 国债期货交易风波”之外，几乎每一个交易品种都出现过交易风波，这既说明期货市场发生风险的可能性比股票市场要大，同时也促使我国期货监管部门与市场参与者有更强的风险防范意识，并积累了一定的风险防范和市场监管的经验。目前我国管理层对期货交易的监管法规是比较健全和完善的。

不过，我国期货市场所做的这些工作都还是初步的。而股票指数期货又跨越了股票和期货两个市场，两个市场之间存在着错综复杂的互动关系，投机股票市场之因，可以引起期货市场之果，而投机期货市场之因，也可造成股票市场之果，从而对市场监管工作提出了新的课题。期货市场比起股票市场来说，市场参与者的基础显得过于薄弱，大多数股民对期货不甚了了，更不会利用股指期货作为保值或套利的工具；而且散户过于单薄的资金，也不便于在股市和期市两个市场之间操作，如何面对出现股指期货之后的股市，需要做大量的培训和指导工作。对于是否推出股票指数期货，大家的注意点往往集中在股指期货的市场生存环境是否成熟、有效。但对有股指期货之后的股票市场将会出现什么变化，投资者应如何应对却讨论不够。实际上对这方面如没有清醒的认识，投资者将会以沉重的代价去交学费的。

3. 合适的投资者结构。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股指期货的市场需求主要表现在机构投资者身上。因为大资金在股票市场运作周期相对较长，从选择股票、逐步建仓到最后抛售股票，比起散户来都有长得多的过程。从公布的证券投资基金的投资组合可以看到，基金重仓持有的股票一般都有一年以上的时间，如果在持股期间遭遇股市的系统性风险，大资金出逃的机会小于散户。特别是当股票下跌之际，如果大资金蜂拥抛售股票，更会加剧股价下跌趋势，形成杀跌局面。这是大资金最不愿意看到的情况。这也构成大资金希望“坐庄”，控制某只股票的大部分筹码，以达到控制股票价格目的的一个重要原因。如果说，前几年机构资金在市场中仍占较小比例，一有风吹草动，机构可以凭着自己灵敏的嗅觉，在众多散户资金的掩护下成功出逃的话，那么，通过这几年大力培育机构投资者，机构资金的比例大大提高（据中国人民银行非银司司长夏斌先生调查了解，包括私募资金在内的各类机构资金，大概占了市场总资金量的50%～70%）。如此一来，当市场有见顶迹象时，机构资金无论如何也无法独善其身。2001年7月的大盘见顶回落，各机构惨遭套牢便是证明。因此，在当今形势下，股指期货等避险机制，对市场来说绝不是可有可无，而是必不可少了。从开放式基金来说，则会更迫切地要求有股指期货的避险机制。因为开放式基金的筹资规模和赎回时间皆不确定，投资者在指定的交易日中可随时申购和赎回资金，当股市在上升过程中，开放式基金的净值随之上升，同时也刺激了投资者的购买欲望。购买资金的不断流入，推动基金需不断购入股票，随着开放式基金不断地投入股市，也不断地垫高入市成本。而且可能出现“倒金字塔”的购买行为，即股价越高开放式基金的资金越充裕，买入股票越多。而当股市见顶回落后，随着股价的下跌，开放式基金的净值也在下跌，投资者为避免损失必然纷纷要求赎回基金，从而使基金面临巨大的套现压力。而如果有股指期货的存在，基金在股市见顶之际已经卖出股指期货的话，就可以锁定股市中的盈利，即便股价下跌也并不影响基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金净值，可以稳定投资者的心态，避免挤兑风险。

还有一种是指数基金，我国已在证券投资基金中试点，但效果并不理想。原因是我国股票市场缺乏做空机制，只有当股价上升才能赚钱。指数基金按照指数成分股的权重购买指数成分股股票，基金净值随大盘指数的升跌而升跌。当大盘处于牛市时，基金净值上升；当大盘处于熊市时，只能眼看基金净值一路下跌。而有股票指数期货，在适当的时候卖空股票指数，就能锁定基金利润，稳定基金市值。

近年来，我国证券市场已到了机构投资者大量入市的时期，证券投资基金、开放式基金、三类企业、保险公司、社保资金以及各种若隐若现的私募基金纷纷进入或准备进入股市，为这些机构资金提供规避风险的机制便显得十分重要了。但是，并不等于股指期货市场就是专为他们而设立的。相反，股指期货交易同样为散户提供了不少套利或投机的机会。据香港期货交易所研究部总裁郑汉杰先生介绍，目前香港期货交易所中，恒生指数期货的交易，有50%的交易是来自于散户；20%来自于香港的机构投资者；28%来自于海外机构投资者。17.5%为套期保值，8.5%为套利。这些数据说明，参与交易的投资者中，散户和机构投资者基本平分天下，交易的目的仍以投机为主。我国目前证券投资基金的市值约3000多亿元，占股票市总流通市值的20%；加上券商的自营盘、三类企业的入市资金，有人估计仅占总流通市值的40%左右，培育机构投资者仍为当务之急。

2001年6月，中国人民银行非银司司长夏斌先生撰文指出，据调查了解，国内私募基金的规模已达到7000亿元，其中进入股票市场的也有5000亿元左右。此言一出，业内舆论大哗。另外又有人说，各证券公司开展的委托理财业务，聚集的资金也有2000亿元左右。照此说法，我国股票市场中的机构投资者便一下子从少数派变为多数派了。但实际情况并不会就此而乐观起来。因为私募基金至今未得到国家有关法规的认可，实际还



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

处于“地下”状态，其中资金的募集方法和对投资者的承诺尚属“暗箱操作”，因此他们操作方式的透明度也是很低的。2001年到2004年，随着“中科系”、“农凯系”、“德隆系”等私募基金的崩盘，长期在股市中呼风唤雨的私募基金，转眼间似乎又灰飞烟灭，今后能否重振雄风，能否在市场中规范运作，仍取决于法规如何对他们给予确认和定位。

应该说，持有70%左右的投机盘对保持市场的流动性是比较合适的。因为做“套期保值”或“套利”者，已经回避了经营上的风险，由他们转移出来的市场风险应该有人承担，而承担风险的就是博取短期市场差价的投机者。同时做了“套期保值”和“套利”的交易后，会相对锁定交易筹码，从而影响了市场的流动性，维持市场高度流动的仍然是投机盘。所以，适度的投机，是“套期保值”和“套利”得以实现的必要条件。

4. 交易技术的保证。

期货交易是一种技术含量较高的交易方式，股指期货更是连接股票市场和期货市场，利用两个市场的所有资源重新组合而进行套期保值、套利和投机活动，其技术要求更高。为此，市场上便要提供一些较权威的技术手段作保证。

(1) 可靠的“β系数”。

所谓“β系数”，就是表示个别股票价格与整个股市价格变化关系的指标。“β系数”可以由编制股票指数的指数公司专门研制并定期公布，或者由证券投资咨询机构研究开发对投资者进行指导。当投资者在股票市场上购买了股票或作了投资组合，又想在期货市场上卖出股票指数期货时，如何确定所卖出期货合约的份数从而提高套期保值的效率和降低成本，就必须借助“β系数”作为工具，才能达到以最小成本实现最大限度保值的目标，使期货交易的风险转移功能充分发挥。

实际上，个股的价格与股票指数之间的动态变化是随机发生的，尽管利用数学公式可以很容易计算出某只个股与股票指数变动的“β系数”，但计算出来的“β系数”在今后的走势中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能否保持稳定，则必须由专业机构及专业人士对个股与股票指数进行长期跟踪研究，得出带规律性的结论。原来一些证券公司的自营商和基金管理公司，为设计股票投资组合的需要，也曾就“β系数”作过一些研究，研究成果一般都给自己享用。这种研究往往缺乏系统性，当然也就更谈不上权威性。

（2）编制股票指数。

股票指数期货标准化合约的标的物，就是股票指数，合约中采用的股票指数样本，一般有两种来源：一种是原来市场中通用的股票指数，如美国芝加哥期货交易所采用的“标准普尔500指数”，香港期货交易所采用的“恒生指数”；另一种是另行编制的股票指数，如美国芝加哥商业交易所采用的“主要市场股票指数”，我国编制的“沪深300指数”。

（3）股票指数应反映国民经济的发展趋势。

股票市场是国民经济的“晴雨表”，国民经济的发展变化都应在股票市场有所反映。随着虚拟经济的发展，股票市场也不仅仅会被动地反映国民经济的发展，而且股票价格的走势与变动，又反过来可以影响国民经济的发展。比如当前我国经济的复苏，主要依靠政府投资、进出口贸易和群众消费三方面增长的有力支持。其中对GDP增长贡献最大的，始终离不开进出口贸易，而最希望启动的国内企业投资和国内的消费需求，却总是不如意。群众手中并不是没有钱，城乡储蓄额已有十几万亿元。近几年来，开放各类资金进入股市的渠道，股市也经历了空前规模的扩容，但群众的储蓄不见减少，仍在快速增加，说明群众手中的钱很多。内需没有按预期启动，一是说明群众消费仍然谨慎，二是说明民间投资没有有效增长。主要是对经济的发展信心不足，以及对社会保障系统的担忧。股市如果能维持一段比较长时间的牛市行情，对坚定群众信心意义很大。所以，股票市场的行情与国民经济的发展密切相关。

从股票指数期货的角度来看，因为期货是发现未来某个时点的价格，对未来趋势的预测就显得十分重要。对未来趋势的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预测，不能靠炒作，靠的是基本面情况实实在在的支持。而股票指数要能切实反映国民经济的发展变动趋势，还表现在对成分股票的选择和及时调整上面。入选的成分股要真正具有行业代表性，关系国计民生并在国民经济发展中具有举足轻重的地位。由这样一批成分股所构成的股票指数，其走势能否与国民经济的运行密切相关，将成为它能否作为股票指数期货的标的物的重要条件。据统计，道・琼斯 30 家工业股价平均数与美国的 GDP 的相关系数为 0.92，恒生指数对于香港地区 GDP 相关系数为 0.76，金融时报指数与英国 GDP 的相关系数为 0.89。我国现有的指数与 GDP 的相关性还不够密切，这些问题都需要我们在编制全国性统一指数中加以解决。

二、股指期货标准合约的设计

期货交易是以标准合约作媒介的交易。在设计股票指数期货的标准合约时，除了有一般期货合约的要求，也有着自己的特点：

（1）合约单位。

在商品期货中，每张合约规定具体交易某个商品的数量。如 10 吨大豆、10 吨小麦或 5 吨铝锭等。而在指数期货中，则将指数的每一个点位具体折算为多少货币单位。如恒生指数期货合约中规定，每一个点位折为 50 元港币。日经指数期货则规定指数的每一个点位折为 500 日元。我国第一张沪深 300 股票指数期货合约规定指数每一个点位为人民币 300 元。

（2）合约月份。

即同时在交易所挂牌交易的不同月份的交易合约。如香港期货交易所规定同时挂牌交易的合约有：当月、下月和其后的两个季月。比如在 1 月份，挂牌交易的合约就有 1 月合约、2 月合约、3 月合约和 6 月合约；在 2 月份，挂牌交易的合约有 2 月合约、3 月合约和 6 月合约等。沪深 300 股指期货合约的规定与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

香港期货交易所相同。

（3）报价。

在竞价中报出的最小价格单位。在商品期货合约中一般以货币单位报价，如 0.5 元、1 元等。但股指期货合约则规定以指数点报价。比如：在 1500 点买进，或在 1550 点卖出等等。我国第一张股指期货合约规定最小合约报价单位为 0.1 个指数点。

（4）最高价格波幅。

也就是涨、跌停板的限制，在商品期货中一般都有明确涨、跌停板的限幅规定，如规定：在上一交易日结算价的基础上涨跌幅度不超过 3%等。但因为股票指数期货是以股票结算价为参考价，所以必须依照股票市场的涨跌停板限制为基础，再适当放宽一定的波动幅度作为限制。如恒生指数期货合约的规定是：除现货月合约以外，其他交易月合约以不高于或不低于股票市场上节收市指数 300 点为限。

我国股市中因为有 10%的最高涨跌幅度限制，所以股指期货合约中也规定了相应的涨跌停板幅度。不过为了进一步控制风险，我国在股指期货合约中同时引进了“熔断机制”。即当价格涨跌幅度达到 6%时，熔断 10 分钟，这段时间内只能按 6%的最高涨跌幅度成交，超过 10 分钟后才将涨跌幅度放开至 10%。交易保证金的收取比例为成交金额的 8%。

（5）最后交易日与结算日。

即到期合约最后可交易以及结算的工作日。恒生指数期货规定到期合约的最后交易日为到期月份的倒数第二个营业日，结算日则为最后一个营业日。如 10 月份到期合约，最后一天营业日是 10 月 30 日的话，则 10 月 29 日是最后交易日，10 月 30 日为最后结算日。沪深 300 指数期货合约规定的最后交易日和结算日为合约到期月份的第三个星期五。

（6）当日结算价和最后结算价。

一般都是以每个交易日和最后交易日中股票指数的收市价为指数期货的当日结算价和最后结算价。但也有的为了防止对



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票指数收市价的人为操纵，另有具体规定。如恒生指数期货合约规定最后结算价为：采用最后交易日每 5 分钟恒生指数报价的平均值，除去小数点后的整数。我国沪深 300 股票指数期货合约在制定当日结算价和最后结算价时，考虑到为防止人为操纵价格和偏离沪深 300 股票指数实际走势过远，规定以每日交易收市前最后 60 分钟全部交易的加权平均价为当日结算价，并规定以沪深 300 股票指数最后交易日的收市价为最后结算价。

（7）结算方法。

与商品期货中需进行商品的实物交割不同，指数期货全部采用现金结算的方法。比如：在 1500 点买进，在 1550 点卖出去，在结算时计为：(1550－1500)×300 元＝15000 元，即盈利 15000 元。如在 1550 点卖出，却在 1600 点买进，在计算时则计为：(1550－1600)×300 元＝－15000 元，即为亏损 15000 元。

三、交易场所

1. 期货交易所。

股票指数期货，按国际上惯例，一般都在期货交易所交易，我国颁布的《期货交易管理暂行条例》中也作了明确规定，期货品种的交易必须在期货交易所中进行。但在我国起初论证股票指数期货时，有不少人主张放在证券交易所进行，他们的主要理由是：

第一，股票指数期货的交易标的物——股票指数，是在股票交易所中产生的，所以将现货与期货放在一个交易所中交易有利于进行监管。

第二，参与股票指数期货交易的投资者，也就是参与股票交易的投资者，在同一个交易所交易现货与期货，便于投资者的资金运用与管理。

第三，证券市场是一个相对比较成熟的市场，而期货市场仍在整顿规范的过程中，由证券交易所承担股指期货的业务，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有利于对市场的规范。

第四，香港的证券交易所和期货交易所已经合并，我们不妨一步到位将期货品种放到证券交易所挂牌交易。

上述这些理由尽管都有不少可取之处，甚至也许是反映了今后的某些趋势。但是，就目前国际证券期货市场的现状来说，分开经营仍占主导地位。国际上所有期货交易的品种，全部都在期货交易所挂牌交易。就是香港的合并，也仅是将香港证券交易所与期货交易所的机构加以合并，但经营场所仍然是分开的。之所以如此，是因为期货交易尽管与证券交易是近亲，但从交易对象、交易管理和风险防范等各方面来看，两者之间仍然存在本质上的区别，不可以互相取代。

（1）交易对象不同。证券市场的交易对象是债券、股票，其本质是一种现货市场。现货市场的基本特征就是全额付款、全额交收，一手交钱一手交货，交易者的权利与义务在一次性交易中实现了转移。交易者的换手，必须发生在完全拥有某种证券的所有权之后。而期货市场则是一种远期交易，交易者的权利与义务并没有在一次性交易中实现转移，而是要等到合约到期才实现最后的结算与交割，而在之前交易者已实现多次换手了。

（2）交易的管理系统不同。由于各自的交易特点，证券交易的每次换手都发生在证券实现交收行为之后，证券的所有权关系是简单明晰的，所以在交易管理中只需对每次交易简单记录下来即可。但期货交易在合约到期进行交割之前便发生多次换手，因此对一种合约从挂牌交易到最后实施结算与交割要建立一套交易跟踪系统，盯住每张合约从首次交易到最后交割期间的每一次换手和进行跟踪结算。

（3）结算方式和交割方式不同。证券交易在每次交易行为发生后即刻结算，并进行实物交收。但期货交易只有在合约到期才进行最后结算与交割，在这期间实行的是逐日盯市的每日结算制度，即根据每日的结算价格对每张合约进行结算，计算

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出浮动盈亏，但账户出现亏损时需追加保证金数额。而其交割制度也大多不进行实物交割，股指期货采用现金交割的方式。

（4）风险防范的侧重点不同。证券市场的风险防范主要侧重于价格是否被操纵，是否因系统风险的发生引起股票价格的急跌而出现“股灾”。期货市场除此以外还要注意防范因追加保证金不到位的结算风险，以及交割时因资金不足以完成交割所发生的资金风险。当这些风险发生时，将直接冲击交易所的经营能力。很明显的一个例子，就是 1987 年当香港发生“股灾”时，香港期货交易所的许多多头交易者无法支付追加保证金而发生债务危机，当时的港府不得不动用 40 亿港元支持期货交易所应付债务。

因此期货交易与证券交易从管理思想、运行系统、运作模式到风险防范体系，各方面都存在较大的差别，两者不能互相取代，也不能简单地加以合并了事。1995 年，当上海证券交易所发生“327 国债期货交易风波”的时候，另外几家同样开展国债期货的期货交易所却没有发生问题，所发生的问题恰恰在于期货交易所极力加以防范，而证券交易所因自身管理的局限而无法有效防范。如果不是当时上海证券交易所宣布最后半小时的交易无效，由万国证券违规所形成的巨大债务危机很快就会转嫁到交易所从而使交易所陷入巨大的结算风险。所以，尽管对是在证券交易所还是期货交易所开展股指期货的交易存在众多分歧，最后国家监管部门依然决定成立专门的金融期货交易所，开设股指期货以及从事今后一系列金融期货的交易。

2. 期货公司。

期货公司是与证券公司相类似的经营机构，只不过它以期货品种作为经营标的。我国目前只有经纪类的期货公司，主要为客户代理期货交易，按规定还不能进行自营。能够自营的是一些大的机构，而它们又不能开展经纪业务。最近正在酝酿可成立综合类的期货公司，这也是为期货市场的进一步发展作准备。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



四、交易会员

与证券交易一样，期货交易所也采用会员交易的模式。即期货交易所不以自然人为结算对象，而只向会员（会员规定必须是法人）结算。由会员对客户（包括机构和自然人）接受委托代理。

目前期货交易所接受的会员基本分为两种类型：一种是期货经纪公司，可以接受客户的委托代理但不能开展自营；一种是有期货套期保值需求的机构（主要是企业），可以开展自营但不能接受客户的委托代理。对会员的经营权限的规定，与证券市场有所不同，目前核定的综合类证券公司，既可接受客户在证券经营方面的委托代理，又可以开展自营。证券公司没有参与期货经营的权限，这对于股民参与期货交易确有不便，但这并不是无法克服的障碍。

期货交易所的会员包括：

（1）自营会员。

自营会员主要是根据自身的需要，直接运用自己所拥有的资源在期货市场上进行交易的会员。

（2）代理会员。

代理会员主要是根据客户的需要，接受客户的委托，运用客户所拥有的资源代理其在期货市场上进行交易。

（3）经纪人。

经纪人即为客户的代理人。我国目前经纪人的地位比较尴尬，经纪人（或经纪商）在法规上还未取得独立经营的地位，只能挂靠在某一期货公司，因此可能引起不少代理权益和责任方面的纠纷。

推出股票指数期货，应该对有关的管理法规进行修改。修改要涉及以下几方面内容：

第一，允许证券公司、证券投资基金、三类企业、保险企



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业以及社保基金参与期货交易，他们可直接申请成为期货交易所的会员。

特别是对证券公司，因为广大的股民都是通过券商的委托代理而参与股票交易。当他们有需求参与股指期货的交易时，一般仍然愿意继续委托券商作为代理。如果券商没有参与期货交易的代理权限，将极大地影响股民进入期货市场的积极性，同时在技术上也形成很大的障碍。

第二，要修改关于期货交易会员经营权限的规定。

因为在证券交易中，允许综合类券商在接受委托代理的同时也开展自营。而在期货市场上，委托代理权和自营权却被分别限制，即期货经纪公司有委托代理权而无自营权；其他企业有自营权却无委托代理权。在同意券商进入期货市场，并且同样可经营委托代理与自营的权限时，这种权限也应给予期货经纪公司，不过同时应进一步提高对期货经纪公司的资质要求。

第三，应考虑经纪人或经纪商的独立经营资格。

第四，应考虑让金融机构进入期货市场。

国际上目前通行金融领域内的混业经营，特别是衍生产品市场，一般是为回避市场风险而设立的。为有效地防范金融风险，金融机构应有准备有步骤地逐步进入衍生产品市场。作为衍生产品第一个经营品种的股票指数期货，应考虑让金融机构包括商业银行和非银行金融机构进入这个市场中来。

期货公司也应作为金融机构进行管理。



五、交易程序

作为一个希望进入期货市场的投资者，大致根据下面的程序即可参与期货交易：

1. 经纪公司和经纪人。

投资者参与期货交易，寻找一个好的经纪公司和经纪人是取得成功重要的第一步。期货交易因为其保证金的交易制度，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易头寸比实际资金量放大了许多倍，同时意味着风险也放大了许多倍。所以，参与期货交易与股票交易最大的不同，就是必须在期货公司和经纪人的共同努力下进行风险防范。选择期货公司和经纪人，不仅要看他们的经济实力，更要看他们的操作规范和敬业精神。试想一下，如果在该止损时未及时止损，有可能将你的全部资金亏完还要继续追加保证金时，你会如何面对你的经纪人呢？或者你的资金账户中本来还有资金，但你的资金却被期货公司挪作他用，你的交易仓位不得不斩仓时，你又会如何面对你的期货公司呢？

2. 委托协议书。

该协议书由期货公司与客户签署。协议一般事先由期货公司统一印制好，当客户开立商品交易账户时，交给客户阅读并签字。协议分若干条款，说明公司和客户在处理委托代理业务时的具体责任、权利和义务。

3. 风险揭示说明书。

每个期货公司都必须向客户提供风险揭示说明书，并且在开立账户之前，客户须签字证明他已阅读过并理解了文件的内容。在期货交易中，亏本的风险是不可避免的，因此，客户要特别慎重地考虑这种交易是不是适合于他的财务能力。风险揭示要求客户主要了解的内容包括：

（1）在期货市场中，投资者为了保持其交易部位，必须有充分的资金向期货公司提供基础保证金和追加保证金。如果市场对他的交易部位不利，为了保持他在市场的部位，期货公司可能向他临时要求缴纳追加保证金。如果他不能在限期内缴纳保证金的话，期货公司就会把他的交易部位强制对冲掉，并由他负责其中的损失。

（2）在市场价格剧烈波动时，客户有可能无法及时执行平仓或止损指令。

（3）套期保值和套利交易不一定比投机交易的风险更小。

（4）因为保证金交易的杠杆作用，有可能获得较大利润；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但另一方面也有可能带来相反的作用，造成更大的损失。

这个声明当然不能揭示期货市场的所有风险，因此在开始参加交易之前，必须要慎重研究在期货市场如何进行操作的方法。

4. 保证金账户及交易准备金。

期货公司的每一个客户都必须在期货公司开设保证金账户，以确保自己有足够的保证金去维持所买卖的期货合约。按规定，每个客户的保证金都单独设立一个账户，不能把客户之间的保证金账户混列，也不能把客户的保证金和期货公司自有资金混列。

每个客户在参加交易之前，必须在自己的保证金账户中存入一定数量的交易准备金，然后才能参与交易。

5. 交易部位、开仓及平仓。

持有期货合约的位置或方向称为交易部位。买方处于多头（买空）部位，卖方则处于空头（卖空）部位。

买进（或卖出）期货合约，称为开仓。针对上面买进（或卖出）的期货合约，进行相反的卖出（或买进）行为，称为平仓或对冲。

6. 基础保证金及追加保证金。

开仓后根据期货合约的有关规定所交纳的保证金称为基础保证金，也称为初始保证金。在持有期货合约期间，对期货合约进行每日结算所发生的浮动亏损，按规定须缴纳的保证金称为追加保证金。

7. 止损。

为控制交易风险，在下达开仓指令的同时，下达出现与预期行情相反走势时，到达预设价位的平仓指令，称为止损。

8. 交易咨询。

期货公司或经纪人对客户的一项重要服务内容，即向客户提供有关期货交易各种信息的咨询。随着期货交易的逐步普及，这一类的交易咨询业务也可能会由专门的证券咨询机构来完成。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章

股指期货价格与股票价格的互动

股指期货以股票指数为最终结算价，决定了期货价格应跟着股价走。但股指期货反映的是未来预期中的股价走势，因此对现实的股价又有指引作用，股价与期价两者之间表现的便不仅仅是一种决定与被决定、反映和被反映的关系，而是一种互动关系。

能预测股价为众望所归，单纯从股市预测股价因为股市中的"博弈"过程而往往陷入悖论的怪圈，正确的预测被反向操作所否定。通过股指期货才有可能实现"否定之否定"。

股票与期市，两者走向相同而步法各异，"β系数"和"基差"这两个对股市来说颇为陌生的名词，成了连接股市和期市之间必不可少的桥梁和纽带。

股指期货与股票的价格形成及两者间的互动关系，历来是从事股指期货运作的重要研究课题。其中的根本原因，是因为股指期货所买卖的标的，本来就是股票市场的指数，并且最终以股票市场指数的实际位置为股指期货的最终结算价。

因此，毫无疑问，股票市场的指数走势决定了股指期货的价格走势，任何背离股价指数的股指期货价格，最终要朝股价指数回归。但这仅仅是事物的一个方面，另一方面则是股指期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货的价格走势反过来也可以影响股票市场的指数走势，两个市场之间存在着互动关系。

存在互动关系的原因是：

1. 信息的共享性。两个市场受共同的信息所指导，对股票市场利多的消息，对股指期货也肯定是利多。

2. 资金的共享性。参与资金可以随意在两个市场之间流动。

3. 操作的相关性。投机性的资金，在两个市场上会同方向操作，而套期保值和套利的资金，在两个市场上反方向操作。

4. 股票市场所形成的价格基础，与期货市场的前瞻性以及价格预期互相作用。

由于存在这种价格的互动关系，使股票价格的形成增加了一个"变数"，不论你是否参与股票指数期货的交易，在对股票价格走势的判断时，都会受这个"变数"的影响。

一、股票价格的形成机制

股票也是一种商品，因此价格也同其他商品一样，由其内在的价值和市场的供求关系所决定。

股票的内在价格就是人们一般说的投资价值。是用预期收益与必要收益率之比计算的股票价格，和实际股票价格的差价来衡量此股票是否具备投资价值。

例：某股票预期股票收益为每股 0.4 元，而必要收益率为 2%。则可计算：

$$0.4 \div 2\% = 20\ (元)$$

如当时该股票实际价格为 12 元，则可判断该股票价值被低估，因此具备投资价值，可以购买此股票。

但是，因为我国现在股票市场上市公司不分配现金的倾向，年报尽管公布每股收益，但股民往往无法享受股利分配，所以很难计算出每只股票的预期收益，通过计算股票的内在价值而确定股票价格实际比较难实现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还有一种方法是市盈率估价法，以市盈率作为衡量一只股票是否值得投资的标准。

例如，某只股票公布的收益为每股 0.4 元，现行价格为 20 元，则可计算：

20÷0.4＝50（倍）

如果当前市场平均市盈率为 60 倍，说明该股票的投资价值仍未充分挖掘，仍然可以购买。

社会上还流行一种将市盈率与银行利息收入比较，以此衡量股票的投资价值的方法。

例：如一年期银行利息为 1.8%，即存入 100 元，一年的利息收入为 1.8 元，则可计算：

100÷1.8＝55.6（倍）

如该股票市盈率为 50 倍，说明其收益仍略高于银行利息收入，投资该股票还是比较划算的。

但是，计算股票的内在价值而决定是否进行投资，在现实市场上遇到一个很大的问题，那就是上市公司公布上年的收益是一回事，能否准确预计该上市公司下一年的收益又是另一回事。所以股票市场能够提供的投资条件仍然是不成熟的。目前投入股票市场的资金，可以说大多数只能从股票价格波动的差价中获取回报。股市的参与者，对上市公司的分配收入基本可以忽略不计，他们关心的是股票价格的走势，追求的是在低价买入股票而在高价卖出，这就形成了“炒股票”。

对趋势性的预测和判断，变成一个“炒”字，将我国股市的投机性传神地进行了概括。而全国股民所必须做的“功课”，就是从宏观经济形势的分析，到行业、板块的运行走势到个股价格的走势，股民们必须每天关注。每日打开证券类的报纸杂志，每晚打开电视的股评节目，连篇累牍的都是将能够影响股价变动的每一个信息掰开来揉过去，股票指数的每一点变化，对股民来说，无不是“点点滴滴在心头”。而且每一份报纸，每一份杂志，每一个股评节目，都必须推荐一批可以马上买入并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

立即能赚钱的股票。一年 365 天，1000 多只股票，众多的媒体推荐来推荐去，每只股票在一年中不知道要被推荐多少次。中国的股民很累，中国的股评家很累，中国的媒体很累，中国的股市很累。为什么如此折腾？就是追求股市的差价。中国人为什么不能学学美国人的潇洒，买了股票可以一两年都不管呢？因为美国股市中的上市公司，近 30 年来公司业绩总体是向上的，对股民的分红每年也呈增加的趋势，中国的股市没有这一份成熟，中国的上市公司也没有这一份成熟。

对股票的“热炒”，以及股票市场上只有股价上涨才能赚钱的特性，推动股票价格距离其内在价值越来越远，购买股票的价值取向，不是看其是否有投资的意义，而是看这只股票在短期内能否出现较大的价格差价。如果市场上没有另外一种工具加以制约，根据我国股票市场的发育情况和趋势看，这种情况也许仍要继续下去。

以市场投机为价值取向而形成的股票价格基础，在股指期货市场上，也必然影响到股票指数期货的价格形成机制。况且，股指期货有发现未来价格的功能，有保证金交易的杠杆效应，如果所发现的未来价格，也只是一个可供投机的价格，再通过保证金交易的杠杆效应而成倍地释放出来，那么，就会加剧股票价格的动荡。这是管理层最为担心的问题。从开发股指期货的本意来看，是要防范市场风险，可实行的结果却是加剧市场风险的话，就会形成一个“悖论”。但是，从另外一方面来看，由于股指期货市场的出现，给投资者提供了多一重选择。那就是：股票指数上升时可以赚钱，股票指数下跌时同样也可以赚钱。这种与股票市场相反的差价形成机制，可以有效地制约股价单边上升的趋势。

也正是因为股指期货市场提供的这种相反的差价形成机制，使投机性的股票买卖行为受到了严重挑战，推动股价上涨的多头阵营，在股价的上涨已超出投资价值时，显然就会有人因此而退出多头立场，却利用空头的方法去赚取差价。多头的投机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行为，可能轻而易举地会被化解于无形。对市场上投机行为的制约和否定，实际上便是对投资行为的鼓励和肯定，从而引导投资者的行为朝理性投资的方向转化。从这一点来说，股指期货市场的作用将是十分积极并值得肯定的。



二、股票价格能被预测吗
——股票价格“不确定”论

作为股市中人，其最大的心愿就是能正确地预测股票价格。回头看一看股票市场十多年来的历史，一只股票从发行上市以来价格上涨成百倍上千倍的股票已经不少，只要抓住其中一只，几年间成为百万富翁、千万富翁不是难事。换一个角度来看，每天股票排行榜上，日升幅达到5%以上的都有几十只，如果每天只抓住其中一只，一年下来资产增值的速度也是十分惊人的。

笔者曾参加过许多次股评报告会，会上股民的虔诚让笔者感动。会后与股民交流的时候，他们无一例外地从口袋里掏出一张小纸片，上面记录了几只个股的名称和代码，让我预测它们今后的走势，即使是老朋友见面开口也是“最近有什么好股票可推荐”。

目前预测股市的技术可谓突飞猛进，特别是预测个股的技术已经十分发达，运用计算机设计的分析软件把股价的每一个细小的变化统统记录在案，并细加分析，发出各种买卖信号，撒下如许天罗地网，股市的价格走势也许应该尽在掌握之中了。可是，实践的结果并不如想象中那么乐观，对个股价格的预测状况可以说十分糟糕。据统计，在股票市场中亏损的投资者，不管牛市还是熊市，都是占大多数，曾有“一盈两平七亏损”的说法。另据报载，对股评人士所推荐的股票进行追踪统计，后来能盈利的也仅仅10%，这是说明投资者对市场分析手段不精吗？那也不尽然，股评人士不论在市场经验、分析手段的掌



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

握、对大势的研判等各方面来说，都应该是业内人士中的佼佼者，但为什么对股票价格的走势，会产生如此大的失误呢？从根本原因来说，就是在股票市场的“博弈”中，股评人士和投资者的行为都不自觉地陷入一种“悖论”之中：当一种趋势被人们认同的程度越高，改变趋势的可能性就越大。

悖论一：该相信股评，还是不该相信股评。

我国的股评人士是随着证券市场的培育、发展而成长起来的，当大多数人仍对股票为何物尚懵懂之际，他们已借助从国外成熟市场传回来的股市分析技术对我国股市尝试着进行分析和预测。应该说，他们是股市中的“先知先觉者”。有道是：十年磨一剑。经过股市十多年摸爬滚打，股评人士对股市的感觉和所做出来的分析比一般的投资人士确有许多高明之处。

不少股民将股评人士称为“拐杖”，在股海茫茫之中离开了这支“拐杖”，还确实不知该如何往前走。所以，股民们在心理上对股评的依赖，对股评人士的热切希望是可想而知的。根据我们调查的结果，在一般投资者中间，不听股评、不接受股评人士推荐股票，完全靠自己的分析判断来购买股票的几乎没有，各个地方的电视台和广播电台，股评节目在所有节目的收视率上一直名列前茅。

但是，让广大股民有难言之隐的是，股评这根“拐杖”，特别是所推荐的个股，经常有失灵的时候，即便是一些最著名的股评人士，推荐的股票也经常套住不少投资者，股民们在股市上亏了钱，就将怨气撒在了天天推荐股票的股评人士身上，因此出现了深圳市一次在民意调查中评选最不受欢迎的十大职业人士中，股评人士名列榜首。但怨气归怨气，评选归评选，股民们打开报纸、扭开电视所看的第一个栏目，仍然是股评。

股评失灵，除了存在职业道德以及学业不精的问题之外，从根本上说，股评人士做股评，本身就是一个“悖论”。因为股评人士在公开媒体上发表对某只股票的买卖建议，是人皆知，根据“博弈理论”，这时每个股民都会按照自己所处的位置决定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下一步的行动，空仓者，会考虑是否买进；多仓者，会考虑是否卖出，有的还要考虑是否换股。而股评人士的推荐，恰恰成了行动的参照标准，尤其是“庄家”，极有可能将股评人士的推荐作为反向指标，运用反向操作，进一步迷惑散户。如股评人士在股价的底部推荐，庄家看到有人来抢筹码，则可能延长洗盘时间，加剧振荡，让散户不堪折磨而最后出局。如股评人士在高位推荐，尽管庄家的目标价位也许定得更高，但看到有人推荐，则可能正好借势调整，兑现一部分利润，将股价打下去，这时所产生的是“围城效应”，里面的人想出来，外面的人抢进去，抢进去则是买套了。更可悲的是，越有名气的股评家，其反向指标的作用越大，其“围城效应”越轰动。现在一些“名家”不得不笼络一些资金在自己的身边，用实力捍卫自己的名声，这既出于无奈，同时也将股评的意义减至很低了。

这一悖论的结果是，“人怕出名猪怕壮”，越出名的股评人士也许推荐的股票买套的可能性越大，那么，股民们是该相信股评，还是不该相信股评呢？实在很难下结论。

悖论二：市场永远是对的，还是永远是错的。

“市场永远是对的”，这是股评人士经常说的一句话。这句话，包含了“市场决定一切”的理念，因此也透出了市场不接受任何人说教，坚持表现自己的无奈。在股票市场这个完全竞争的市场，上万亿的资金在里面翻滚腾跃，参与其中的任何一个人均享有买卖股票的绝对自由，对市场的分歧反映在所成交的每一个价点上，任何成交都必须有买卖双方的存在，而买卖双方对股价今后的走势的认识必然是截然对立的，买方看好后市，卖方看空后市。不看好后市者不会买，同样，不看空后市者不会卖。由每一笔交易的多空对立经过纷繁复杂的排列组合，最后又形成整个市场的多空双方，这是一个比原子裂变要复杂得多的巨大工程，这里面由无数次碰撞冲突涡旋运动而形成的市场运行轨迹，人们只能够去感知它，了解它，顺应它，而无法改变它，任何个人对市场来说，都是渺小的，市场的每一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

波动，都是其内部运动所必然造成的结果，无疑，市场只能是对的。

但是市场的正确性，又仅仅表现在一个个单独的时点之上，市场无时无刻不在进行着自我否定的运动。股票指数所到达的每一个点位，都只能告诉人们它目前的位置，转眼之间它又改变了原有的位置。每日的收市价只是暂时的，明日一开盘就不是这个价位了。股市就是一条汹涌奔腾一往直前的大河，决不会在任何地方稍作停留，有位哲人曾经说过：人不能再次进入同一条河流。股票也是如此，“逝者如斯夫”，市场如何向人们证明它是对的呢？

相反，市场倒常常将人们引导到错误的方向。股市中的买卖行为，出于人们对未来的一种预期。而这种预期又是根据人们对影响未来的各种因素尽可能充分的信息掌握而作出的判断。由于人们所处的位置，所谓最充分的信息实际仍然是很不充分甚至是带有很大偏见成分。当这种不充分而又带有偏见的信息判断逐步在市场中产生共鸣，达成共识，推动着股市朝着某种趋势发展时，原来头脑比较清醒的人，也因为这种趋势的不断强化而否定自己，人们的不断参与又进一步强化这种趋势。当这种趋势发展到顶峰时，人们已经无法作出独立的判断了，只会盲目跟着大势走，谁也不知道转势就在眼前。比如 1999 年的“5·19 行情”。行情发动之际，不少市场人士都比较清醒地认识到，随着 7 月 1 日《证券法》的正式实施，原来困在市场中的违规资金只剩下最后的突围机会了。行情刚启动之初，许多人还能保持清醒，但磅礴的上升趋势很快使所有的投资者放弃了空仓的想法，逐步加入到多头阵营。到 6 月下旬，上升趋势已强化到无以复加的地步，股票指数及成交量都创造了历史新高。市场上对确定大牛市行情的论断占了绝大多数，持相反观点的声音几乎听不到了，追高买进的资金前赴后继，市场已陷入盲从，谁也没有料到，违规资金趁势已逃之夭夭，转势在 6 月 30 日的一天内发生，几乎所有的股票都跌停板，市场从此进入半

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年的大调整。

所以，我们在分析一个市场趋势时，从市场本身的表现能判别出对与错吗？

悖论三：是“羊群效应”还是另辟蹊径。

根据统计数字，在深沪两个股票交易所开户的投资者已超过7000万户，如此广泛的群众参与，使股票市场成为中国有史以来最有群众基础的市场，同时也是买卖最集中的市场。7000万股民，上万亿的资金，围绕1000多只股票展开的买卖行为，每日的交易量动辄上百亿，牛市时一般都维持在两三百亿的规模，但两三百亿的成交量对比1万多亿的流通市值来说，仅占2%～3%而已，如果将这两三百亿的成交量平均分配到各只股票上面，市场无法形成热点，也无法促进市场的活跃，于是，股市中的庄家便想方设法将资金引导到少数股票上面去，由此而出现了板块热点，出现了板块轮动，出现了个股的活跃，众多股民就像一群群在茫茫草原上觅食的“羊群”，在股市中追逐着一个又一个的热点。追逐热点的结果，只有少部分人可以盈利，仍有大部分人被“热点”抛弃，最后被高高地套在山顶上。追逐热点的过程，成了一次又一次被套和解套的过程。

市场在频繁转换炒作热点的同时，将坐在“轿子”上的股民一批又一批地甩了出去。在热点追逐战中，散户无不伤筋动骨。因此培养出一批“短线高手”，希图用散户资金量少、进出容易的优势与庄家在市场上角力。但实际上，这批短线高手，成了庄家最容易调动的市场力量，成了带动“羊群”奔跑的领头羊，从整体上并未改变散户疲于奔命的结局，反而更加剧了市场的投机气氛。

另辟蹊径、默默耕耘似乎成了投资股票的明智之举。但是，没有庄家光顾的股票又注定成为一种“寂寞之旅”。有的投资人士抱着默默耕耘的态度，以投资的理念为指导，发觉了一些有投资价值、上市公司业绩比较稳定、市盈率比市场平均市盈率低得多、价格相对便宜许多的股票，购买之后守了一年、两年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

甚至更长时间，可是这些股票并没有给他们提供任何回报。像1999年以前的许多国企大盘股，像2000年的金融股、绩优股等，只要没有成为市场热点，不管你再优秀的股票，甚至还比不上亏损多年的“ST”股票和“PT”股票。

是做跟着羊群盲目奔跑的羊呢？还是做另辟蹊径的探险者？投资者似乎很难作出抉择。

悖论四：是走近真理，还是走近谬误。

在茫茫股海中探索，每个投资者都希望能找到“黑马”。因为只有骑上“黑马”，才能带领他们到达赚钱的彼岸。全国数千万股民，每日在上千只股票中，翻来覆去地寻找自己心目中的“黑马”，各种媒体也在连篇累牍地推荐“黑马”，但是最终的结果往往是只有极少部分人能骑上“黑马”。大多数的人，不是与“黑马”擦肩而过，就是刚“骑”上去就被颠了下来，还有的已经“骑”上去又很快认定这不是“黑马”，在“黑马”即将奔腾之际却又“下马”了。这是为什么呢？我们可以从一个生活小常识中得到一些启示。有甲乙两个朋友，约定在车站广场上见面，如果他们事先曾约定某一时刻在广场上某标志性的建筑物前会合，这样他们见面的成功率为100%；如果他们没约定见面的具体地点，但其中有一个很自觉地站在某标志性建筑物前始终不动，这样他们见面的成功率为50%；但如果他们没有约定具体时间、地点，两人在广场的茫茫人海中互相寻找，这样他们见面的成功率几乎为零。

股市中投资者对“黑马”的追逐，实际就是一次没有约定时间、地点的会面。发达的技术分析手段可以提供“黑马”详细的运动轨迹，基本面分析也可提供“黑马”的各种个性特征，但所有表现出来的东西都有“变化”的极大可能性，甚至存在许多假象，这些“变数”与假象的存在，一次又一次地将股民在探索股市“真理”的过程中引导到“谬误”的方向。

投资者在追求股市差价，做短线以盈利中所遇到的不可逾越的障碍，就是对股市差价的追逐从本质上是一种“零和”游

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

戏，扣除游戏的成本（缴税和手续费），输钱的必定是大多数，再加上庄家及机构又将差价收益的大部分拿走了，散户能分到一杯羹的实在少之又少。

因此，在短线搏杀的残酷竞争中，股民希图依靠自己的聪明才智掌握赚钱的“真理”，却往往被一个又一个“谬误”所代替。

综上所述，由于股市中“博弈”的普遍存在，因此股价波动的不确定性是始终存在的，而赚取股票差价的短线操作行为，受不确定性因素的影响最大，短线操作的风险也最大。支持短线操作的种种技术分析手段，都是以历史曾经发生过的多方面数据为基础，并作为预测股价波动的依据。但即便再精确的预测，都可能因为“庄家”的市场运作而发生改变，所以，从股票市场本身来说，要避免因为股票价格波动的不确定性而造成的风险，对一般投资者来说是无能为力的。



三、股指期货——对股价预期的否定之否定

股票市场中价格波动风险的存在，使不少有能力进行投资的人士将其视为畏途。所有介绍股市信息的媒体，也无一例外地将股市中的风险提示放在最醒目的位置。可是，股市中的投资利益也是确确实实存在的，媒体尽管一再提示风险，也同时将股市中发财的信息散布四方，股市的赚钱效应使一批又一批的股民无畏风险，义无反顾地投入股海之中。股市成了一支耀眼的红玫瑰，每一个人都想去采摘，但每一个人都曾被刺扎过，被扎得损手烂脚却未能如愿的大有人在。

对股市中的风险如何防范，过去也曾想过许多办法。也推荐过一些措施。大家比较常见的不外乎有两种：一曰中长线投资，二曰投资组合。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中长线投资，是减少短线风险，博取长远利益的一种比较有效的方法。在成熟市场中，中长线的投资行为已经成为社会的主流。在我国股市，坚持择优选股，在股价底部区域买进，中长线持有而获取较丰厚回报的也不乏为一种较为成功的投资方法。打开深、沪股市个股的K线图，近年来升幅翻番的股票占了大多数，一年内升幅超过30%的也占大多数，如能坚持做中长线，对大多数股民来说，盈利的机会应大于短线。但做中长线，有一个难以逾越的障碍，那就是投资者难免被“套牢”，甚至在一个较长时间内“套牢”，这是一种难以忍受的心理折磨。特别是看到别的股票已经涨起来，而自己捂的股票仍在慢腾腾蜗行龟步时，可能会带来无限懊恼；更有的股票会长期在底部折腾，时间也许会超过一年，因而可能会损失一年内牛市行情中的所有应得收益。

比如2000年是一个大牛市，股票指数沪综指上涨60%，不少股票已经翻番，可还是有一些股票没有表现，而且这些股票还是一些绩优股。

如燕京啤酒（0729），是我国啤酒业的佼佼者，其市场占有率在北方地区首屈一指，1997年7月上市，股本每年都可获扩张，但业绩一直比较稳定，1999年业绩在每股0.52元，2000年中报业绩仍在0.21元。股价在1999年9月见高19.2元之后，却一直在下降通道中运行，在整个2000年行情中无任何表现。

如果投资者选择了这一类股票做中长线投资，这时的心情如何是可想而知的。

又比如浦发银行（600000），是多少人曾寄予厚望的股票，1999年11月10日上市以来，股价高开低走，最高见29.8元，一年多来运行于下降通道，2000年底仍在21元左右徘徊，不但错过了2000年一年的行情，而且随着民生银行等金融股的陆续上市，浦发银行还会经历一个重新定位的过程，中长线投资者仍是苦不堪言。

组合投资，是分散投资风险，防止非系统性股价波动的方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

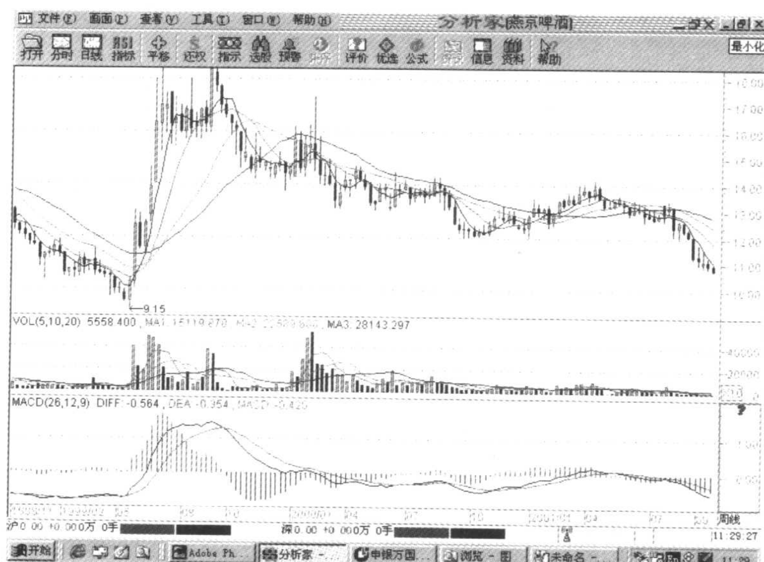


图8－1 燕京啤酒（0729）1999年9月以来走势图

法，俗称“不要把鸡蛋放在一只篮子里面”。组合投资一般来说，也是与中长线投资结合在一起的，短线投资的选股根据的是股价近期波动状况，受技术面的影响较大，而受基本面的影响较小，从技术面的角度来观察，个股之间的联动关系基本是不存在的，所以无所谓组合投资的问题。组合投资，从回避风险的需求来说，最佳的组合应是“此消彼长”的组合，而不是那些“一荣俱荣，一损俱损”的组合。

比如对中国加入WTO的问题，在前景不明朗的前提下，组合投资则应考虑加入WTO受益股票与不加入WTO受益的股票，这样，不论中国能否加入WTO，手持股票的收益都可以抵消可能发生的损失。

再比如，在新经济条件下，网络股有可能成股票明星，但网络股因投资大又未发现明显的盈利方式，所以风险也不小，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 8－2 浦发银行（600000）1999 年 11 月上市以来走势图

因此在持有网络股票的时候，同时持有带传统经济特色的股票，也可以减轻风险的冲击。

组合投资，可以防范非系统性的风险。如果出现的是系统性风险，组合投资无能为力。同时，组合投资对于资金比较雄厚的大户或机构来说，防范风险的效力比较明显。但对于资金量小的散户则因分散了投资，使收益受到较大的影响。而且，当股市出现齐涨齐跌的情况时，组合投资的抗风险能力则明显减弱。

对股市中不可预测的风险和无法确定的变化因素，如何从市场机制上给以有效地制约和抵消，金融衍生产品得以应运而生。20 世纪 70 年代的美国股市成功地引入了期货的避险功能，设计了股指期货推出市场，结果受到市场的欢迎，并很快在全球其他市场推广开来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股指期货之所以能对股价波动起避险作用，其原理实际上是对股价预期走势进行一次否定之否定。

第一次否定：利用期货品种的反向操作，对原来的现货买卖行为作出否定。不论预测股价是涨还是跌，在买入或卖出股票时，对股票指数期货均采用相反的操作方法，即买入股票时卖出股指期货，在卖出股票时买入股指期货。

第二次否定：利用期货品种的对冲交易，实现对投资风险的否定。因为运用股指期货对原来预测方向进行了否定（买入股票卖出期货，卖出股票买入期货），所以不论实际上股价朝哪个方向发展，股票现货与期货之间总有一个品种是赚钱，而抵消了另一个品种的亏损。当买入的股票要抛售时，或卖出股票而又再购入股票时，均又在期货品种上进行反向的对冲交易，从而实现了对投资风险的否定。

举例说明：

假设某只股票的价格为 10 元，而股票指数为 1000 点，经测算该只个股的价格的变动与股票指数的变动幅度一致，即“β系数”为 1。

假定股票指数期货合约规定：股指一个点＝50 元

如果：以每股 10 元的价格买入 10000 股，

$10\times10000=100000$（元）

同时在股指 1000 点卖出 2 张股票指数期货合约，

$50\times1000\times2=100000$（元）

则无论今后股票价格是上升或下跌，其市值是不会变化的。

（1）当股价上涨 1%，因“β系数”为 1，则股票指数同样上涨 1%。

股票市值：$(10+10\times1\%)\times10000=101000$（元）（升值 1000 元）

股指期货合约市值：$(1000+1000\times1\%)\times50\times2=101000$（元）

因前面是以 100000 元做卖出，故市值升值等于亏损

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1000 元。

股票升值而赚的 1000 元正好与股指期货亏损 1000 元相抵。

（2）当股价下跌 1%，则股票指数同样下跌 1%。

股票市值：（10－10×1%）×10000＝99000（元）（亏 1000 元）

股指期货市值：（1000－1000×1%）×50×2＝99000（元）（赚 1000 元）

股票贬值而亏的 1000 元，正好与股指期货所赚的 1000 元相抵。

如果上市公司的经营业绩稳定，股利分红逐年增长，采用这种方法将股票市值锁定，可以回避股价波动所带来的风险而坐享股利分红的好处。当然，如果上市公司的股利分红状况不太理想，投资者需依赖股票差价牟利而取得回报的时候，在运用股票指数期货回避风险的同时，也要考虑将一定的利润加以锁定。

将上面的例子虚移至 1999 年“5·19 行情”中加以说明：

1999 年 5 月 19 日股票价格开始上涨的时候，谁也不会怀疑价格会维持一段升势，但对这段升势会持续多长时间无法确定，为了避免突然而至的股价下跌，同时又争取赚取最大的股票差价，如果当时有股指期货这一工具，投资者可以采取以下的操作方法：

（1）当 5 月 19 日上升行情确定时买入股票：

10×10000＝100000（元）

（2）当 6 月 2 日上升行情受阻，股票指数在 1300 点处出现调整时卖出 2 张股指期货合约：

1300×50×2＝130000（元）

这时，股票市值与股指期货之间保持有了 30000 元的差价，这个差价便是所锁定的利润。今后股价不管朝哪个方向发展，锁定的利润不会减少。

（3）当 6 月 7 日股票指数经短期调整，重新确立升势时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了扩大利润，可以果断地先将股票指数期货合约平仓，在1328点买入等量的股指期货以对冲原来卖出的合约：

1328×50×2＝132800（元）

与6月2日卖出的合约对冲的结果为亏损2800元。

（4）当6月29日股票指数创下1742点历史新高，但能否延续升势已变得十分不确定，这时可再次卖出股指期货：

1742×50×2＝174200（元）（将差价扩大至74200元）

（5）从6月30日开始，股票指数出现急跌，从1742点跌至1500点，个股多被封在跌停板上，无法顺利出货，7月2日这时个股价格亦从最高17.6元跌回至15元，但已经有买盘出现，所以选择这一日将股票卖出和将股指期货平仓：

卖出股票：15×10000＝150000（元）(赚50000元)

买入股指期货：1500×50×2＝150000（元）

与6月29日所卖出的股指期货合约对冲获利24200元，减去上次亏损2800元，仍获利21400元。

股票现货与股指期货共获利：50000＋11400＝61400（元）

用上述操作方法与股票现货买卖的方法相比较，我们就可以发现，如果有股票指数期货，对股市中突然而至的价格风险，可以减缓或完全避免。在赚取股票差价中所要冒的风险，因股指期货的对冲交易而变得不那么可怕了。特别是从6月30日出现的急跌，股票现货因被封住跌停板而一时无法出货。因为有股指期货保驾护航，即便一时无法出货，也会显得从容不迫了。



四、股指期货对股价的提前反映

期货交易的功能之一，就是可以提前发现价格。发现价格这一功能，在商品期货中是非常明显的。这是因为，商品的现货交易是在非常分散的状况下完成。商品的价格信息在相对隔绝的环境中流动并且在单个交易者之间交换。在每一个分散的交易场所中发生的商品买卖行为，其价格的权威性都会受到质



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

疑。因为在甲地甲时交易的价格，完全有可能并不代表乙地乙时交易的价格。而通过期货交易，各种商品价格的信息在一个集中的期货交易市场中汇集，并通过所有交易者的集中竞价来完成，所以，形成的每一个价格均具有权威性。期货交易的价格对分散各地的商品交易者来说其指导意义是显而易见的。

股票的现货交易与一般商品的现货交易并不一样，股票现货交易的每一个成交价格，同样是集中竞价的结果，其权威性不容置疑。那么股票指数期货的价格发现功能又体现在哪一方面呢？

指数期货的价格，并不是现时现刻的股票价格，而代表了预期中未来某个时点的价格倾向，因此可以说，指数期货的价格发现功能主要体现在前瞻性上。

因此，在指数期货合约的设计上，其允许的价格波动范围总是比股票市场上所允许的波动范围要宽。

比如“日经 225 期货合约”规定，当价格较上一交易日结算价上升或下降达到 5％时，接下来 30 分钟内的交易将限于 5％的价格限幅内。这之后，价格限幅提升到上一个交易结算价的 10％。

若在连续的两个交易日的结算价都达到 10％时，第三个交易日将无价格限幅，在第四个交易日恢复价格限幅。

在合约期满月份的最后交易日，不设价格限幅。

而恒生指数期货合约对最高价格波动的波幅限制则为：以不高于或低于上节收市指数每节 300 点为限，但现货月合约除外。

香港期货交易所每日的交易分为两节，上午 10 时至 12 时 30 分为一节，下午 2 时 30 分至 3 时 45 分为一节，每节均有正负 300 点的波幅，一天之内即允许有大于股票指数波动范围以上的 600 点的波幅。香港股票市场一日之内波幅能达到 600 点的并不多，而且恒指期货合约还规定了当月合约所允许的价格波幅不受限制，使其能完全包容股票市场所发生的价格波幅。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之所以期货合约规定的最大价格波动范围要大于股票市场所可能出现的价格波动范围，就是因为期货交易是对未来某一时点股票所可能达到的价格进行交易，要让未来时间内可能影响股票价格走势的各种信息在一个更大的范围内互相寻找、追逐、碰撞，如此产生的价格，比起现货来说才具有前瞻性，从而对股票现行价格产生影响。如果我们将香港恒生指数的K线图与恒生指数期货K线图重叠在一起，我们就可以发现，恒生指数期货始终围绕着恒生指数在其上方或下方运行，从而起到了引导作用。

指数期货价格与股票指数之间存在的这种差价，期货术语中叫做“基差”。基差是期货交易中普遍存在的现象，研究基差的存在与变化规律也就成了期货交易中的一个专门学问。如何认识基差的变化规律以及利用其进行操作，在后面的章节将进行专门的介绍。这里先就基差的性质与表现方式做些介绍。

基差之所以存在，就是因为期货对于现货价格提前做出了反映，而提前表现现货价格又必然会在其中包含一部分预先支付的成本。在商品期货中，预先支付的成本包括了商品的储蓄费用和资金占用费用。而在股票指数期货中，因不涉及具体的商品交割问题，所以仅仅包括资金占用的费用。

如果单从成本的角度来考虑，基差应该是一个相对稳定的值，因为预支成本是相对稳定并且是可计算的。比如利率降低，应表现为基差缩窄；如利率调高，应表现为基差放宽。但从实际市场表现来看，基差的宽窄并不一定仅反映成本的变动情况。这就是因为基差不仅包括了预支的成本，也包括了市场对今后价格走势的预期。所以基差在剔除成本因素外而放宽或收窄，将预示价格走势发生变化。

基差的表现方式为：现货价格－期货价格＝基差

如果现货价格大于期货价格，基差表现为正值，这时基差表现的是“折让关系”，预支成本消失甚至为负值，所以表现出来是基差贴水；如果现货价格小于期货价格，基差表现为负值，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这时基差表现的是“补偿关系”，预支成本得到承认而成为正值，所以表现出来是基差升水。

通过基差的表现方式，我们可预测今后的价格走势。举例说明：

某年2月某日，股票指数为1050点，而各月份的股指期货合约的价格如下：

3月份合约：1020点

6月份合约：1000点

股票现行指数高于股指期货价格为正值，表现基差贴水；同时近期股指期货价格又高于远期股指期货价格，这表明市场上看重的是股票现货的交易，股票供应小于需求；而对远期则不看重，甚至不看好后市。如果这时的基差是从负值（升水）逐步减小而变成正值（贴水），则可能预示尽管眼下股票交易活跃，股指高企，但见顶的机会比较大，变盘在即。

再比如，某年5月某日，股票指数为800点，而各月份股票指数期货合约的价格如下：

6月份合约：850点

9月份合约：880点

股票现行指数小于股票期货价格，为负值，表现为基差升水；同时近期股指期货价格又低于远期股指期货价格，这说明市场看好后市。如果这时的基差是从正值（贴水）逐步缩小而转变为负值（升水），可视为股指见底的信号，又一轮升势即将展开。

股票指数期货对价格的提前反映，还表现在不同的交易月份上。现货交易在时间上表现为连续性，从理论上说，如果你购买了股票，只要你不将股票抛售出去，你对该股票拥有永久的所有权。但期货交易就不是如此，期货交易不仅有连续性，还有阶段性。这种阶段性被表现为某一个合约的最后结算日期。如6月份合约，在6月份的最后一个交易日即要进行结算，盈亏都要兑现，并且将6月份合约摘牌。而且各个月份的合约可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以同时挂牌交易，从而在时间上出现了一个排列关系，对今后的价格走势给出某种预期的信号。比如恒生指数期货，规定可以同时挂牌交易的合约有：现月合约、下月合约以及最近的两个季月合约。也就是说，当目前是 1 月份时，挂牌交易的合约就有 1 月份合约、2 月份合约、3 月份合约、6 月份合约。如过了 1 月 31 日，1 月份合约结算完毕并且摘牌。一般说来，一种价格走向的趋势会先从较远期合约出现转变，从而给出转势的信号。当然这种信号也要根据成交量的配合情况进行综合分析。有了股指期货不同交易月份合约的指向，实际上给股票的现货交易提供了持续不断的路标，不断地向投资者发出买卖提示。



五、股指期货对股价波动的放大效应

指数期货的放大效应，源于其特有的交易制度——保证金交易。股票交易，体现了现货买卖的特点，即一手交钱一手交货，买进股票需要全额资金，在买入股票的次日即进行股票交收。而期货交易则无需全额资金进行交易，只收取一定比例的保证金。这种比例在正常的条件下只要求在股票指数期货合约市值的 5%～10%左右，而交割清算也不在当日进行，要等到合约到期的结算日才完成。换言之，只要动用部分资金就可以进行全额的买卖，无形之中资金被放大了 10～20 倍。有了保证金交易制度，指数期货在中短线的买卖中，其收益率比股票交易也放大了若干倍。

比如说，当股指期货价格在 1500 点时买进一张合约，而每一点指数等于 50 元人民币的时候，一张合约的市值为：

50×1500＝75000（元）

如果需按 10%缴纳保证金的话：

75000×10%＝7500（元）

也就是说只需付出 7500 元即可买进一张市值 75000 元的股



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票指数期货合约。

而当第二日，股指期货价格涨到1520点，可以将昨日买进的合约卖出对冲平仓，该合约市值为：

50×1520＝76000（元）

平仓后利润为：

76000－75000＝1000（元）

$$收益率=\frac{1000}{7500}=13\%$$

20点的日涨幅，在股市中经常可以看得见，但其收益率已超过很不容易才捕捉到的一匹“黑马”涨停板的收益。这是在“T＋1”的交易制度下的收益情况，如果实行“T＋0”的交易制度，俗称为“抢帽子者”的超级短线买卖手，可以在当日的股指波动中，低价买进，高价卖出，累计收益更加可观。

这种放大效应给股指期货市场带来的效果是：

（1）进一步激发了交易者的买卖热情，活跃了市场气氛。

明显放大的收益率，吸引更多的投资者进入市场，特别是以投机为目的的人，更喜欢参与股指期货的“以小搏大”的游戏，短线操作更为活跃。在股票指数出现上下振荡的时候，博短差的人相当踊跃。因为股票指数期货允许买空卖空，股票指数上行时，采取先买后卖的方法赚钱；股票指数下行时，采取先卖后买的方法盈利。短线高手在这个市场中左右逢源，如鱼得水，自然乐此不疲。

投机盘、“抢帽子者”的蜂拥而入，同时又加剧了股指期货价格的上下振荡。短线操作除非突然而至的基本面利多利空因素，一般较少受基本面的影响，技术分析可以大行其道。多空双方都会利用各种技术指标，想方设法按照自己的意志画出“K线图”，引诱跟风盘一会儿跟多，一会儿跟空，上下其手，将指数推高打低。由于指数上与下都有赚钱的机会，所以无量上涨和无量阴跌的情况都很少出现，指数期货价格的上下翻飞，一般都伴有成交量相配合，成交十分活跃。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对峙的多空双方，已经不是机构、庄家与散户的对峙，而是机构与机构、庄家和庄家之间的事情，散户则分化站在两边。与股票市场中有庄就跟的情况不同的是，散户必须在对峙的双方中做出选择，跟对了自然可以赚钱，如果跟错了就只有尽快平仓出局。一般来说，能承担被“套”压力的，不是机构也必须是资金雄厚的大户。散户是“套”不起的，往往因承受不了需源源不断地追加保证金而被迫出局。蜂拥跟风和被迫斩仓出局，激起了市场上一波又一波的成交，场面会十分刺激。

（2）成交相对集中，价格振荡加剧。

在股票市场上，有1000多只股票可提供选择买卖，成交相对分散。庄家也分散在这1000多只股票中自得其乐。但股指期货可供选择买卖的合约却十分有限，成交往往集中在近期的两三张合约上。例如，在香港市场上，股票市场上1000多只股票，日平均交易额一般不到100亿港元，但股指期货市场上，现月和下月两张合约的日平均交易额都接近200亿港元。如此大量的资金都集中在这一两张合约上，多空双方力量发生碰撞所产生的振荡是可想而知的。

成交的过于集中，使资金实力退居次要的位置，把握股票指数的走势，对影响走势的各类信息进行充分消化、吸收、发掘、创造题材、制造悬念，并能引起市场产生共鸣才是最重要的。在股指期货市场上，追求的不是最终证明你正确，而是你曾经正确。因为大多数人都无法等到最终结算的那一天。所以股指期货市场对突发性事件或能影响大盘走势的信息比股票市场更为敏感，短线的价格振荡更加剧烈。除非做套期保值或套利的投资者，做短线的往往采取“打得赢就走，打不赢也走”的策略，单纯在股票指数期货上做中长线投机是不可取的。

（3）放大了收益的同时，也放大了亏损。

股指期货造成放大效应，不但表现在收益的放大，同样也会表现在亏损的放大。如果看大盘看反了方向，看涨买进却股指下跌或看跌卖空却股指上涨，所承受亏损的压力也会数倍于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做股票现货。

举例说明：

某投资者看好后市，认为股票指数有上涨趋势，现行的股票指数在 1000 点，买进 3 张合约：

$$50\times1000\times3=150000\ (\text{元})$$

如保证金比率为 10%，则需投入：

$$150000\times10\%=15000\ (\text{元})$$

但买进之后，股票指数不涨反跌 20 点，当日结算时该投资者的期货合约市值为：

$$50\times(1000-20)\times3=147000\ (\text{元})$$

记入账面上的浮动盈亏为：$147000-150000=-3000$（元）

亏损比例：$\dfrac{3000}{15000}=20\%$

在股票指数仅仅微跌 20 点的情况下，就会给投资者带来 20%的亏损，如果第二日股票指数继续下跌 50 点，计算该投资者的期货合约市值为：

$$50\times(1000-20-50)\times3=139500\ (\text{元})$$

记入账面的流动盈亏为：

$$139500-150000=-10500\ (\text{元})$$

亏损比例为：

$$\frac{10500}{15000}=70\%$$

股票指数下跌 70 点，对原来的指数水平 1000 点来说，仅下跌 7%，但对于用保证金交易的股指期货来说，则意味着将保证金亏损 70%，放大了 10 倍。

而对于投资者来说，保证金在亏损 70%的时候，按规定则必须追加保证金，如果不追加或者没有按规定时间内追加保证金，交易所都可以按规定对该投资者持有的期货合约在市场上对冲平仓，所造成的损失由投资者承担。所以投资者如果后继资金不足，或者在买卖期货合约时对资金的筹划不够精确和充

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分，都可能因为无法及时追加保证金而被迫平仓。

更有甚者，有的资金实力十分雄厚的大机构，可以充分利用股指期货的放大效应，针对中小投资者资金比较单薄的弱点，采取逼仓的办法，迫使散户因无法追加保证金而斩仓出局，由此引发的市场风险是管理层必须认真注意防范的。

股票指数期货放大效应的存在，对股票价格的走势将产生深刻的影响。这种影响表现在以下几个方面：

第一，当股票价格走势缺乏明显的方向感，处于平衡市或箱形整理的时候，股指期货因买空或卖空都有盈利机会，短线投机会特别活跃。当股票市场因缺乏方向而成交减少的时候，而股指期货市场却因短线投机活跃而成交维持在较高的水平。

第二，当股票市场接近市场认同的底部时，成交量一般会极度萎缩，市场正蓄势作出反转的态势。而股票指数期货会加剧振荡，力图将企图跟风、坐上大盘转势“轿子”的散户振出来。股指期货市场的加速振荡，恰恰可视作大盘即将反转的前期信号。

第三，当股票指数接近市场认同的顶部时，不管其成交量是呈放大还是萎缩之势，而股票指数期货多会伴随成交量的持续放大，因为当股票价格累积有一定升幅之后，为防范突然而至的做空风险，投资者都会采取卖出期货合约而保住股票收益的措施。有大笔单子开始卖出期货合约，可以视作股价见顶的信号。

第四，股指期货合约的成交量比股票的成交量更为真实可信。股票交易因其分散于各个个股之中，庄家也许能做到高度控盘，可以运用倒仓或对敲的方式做出虚假的成交量。而股指期货因为交易品种的高度集中，个别机构不存在控盘的可能性，倒仓或对敲几乎不可能发生，其成交量可以真实地反映投资者的买卖意图。除了成交量之外，持仓合约数量的增减也能反映市场的动向。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

六、股指期货价格对股价今后走势的影响

股指期货，因其对股票价格的提前反映以及放大效应，一般可以理解为对股票价格的未来走势作出预警，让投资者提前采取风险防范的措施。

但在大多数情况下，股指期货并不仅仅是被动地反映股票价格的未来走势，更重要的是从它自身的交易行为中，对股票价格的走势形成正面直接的影响。

我们可以看看《香港经济日报》2000 年 1 月 7 日的一段报道：

2000 年 1 月 6 日下午 2:30，恒生指数跌幅 1000 点以上。3 时，期货指数市场一片恐慌，经纪人拥入直径 12 英尺的圆圈内喊价，推拥碰撞之下，有些经纪人被撞得头破血流。

当下午 2:45—3:15 斩仓高潮时，美林、摩根士丹利已是不计价狂沽，圆圈内经纪人拿着大叠单子挥舞，只要有人接，价都不问就卖掉。通常情况下经纪人须向公司问价之后才能成交的。

3 时左右，恒指破 15000 点心理关口，恐慌盘抛售持续出现，跌幅超 1000 点。美林、摩根士丹利在 5 日已沽出 5000 张合约，6 日又力沽，现货市场也沽盘不绝。宝来证券总助陈定安说：这显示现货市场买家不足，投资者在现货市场沽不出，惟有沽期货套利。

查证一下 2000 年 1 月份的香港证券市场，期间并没有实质性的利空因素，之所以出现市场恐慌，不外乎两个原因：一是年前香港恒生指数强劲反弹，积累一定数量的升幅，有获利回吐的需要；二是市场推测美国有加息的可能性。

这两个原因，因为不会从根本上影响经济的发展势头，本来股市稍作调整便可以应付过去，但何以会造成如此大的恐慌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

呢？其中股指期货起了重要作用。

当有获利回吐的需要时，因前期累积升幅很大，获利甚丰的人太多，为了保住获得的利润不至于流失，几乎所有人都想到在股票指数期货上放空，以便“套利”，为了争取主动，超级机构美林、摩根士丹利还提前采取行动，在1月5日抛出5000张期指合约，6日又相继抛出。期指的抛售，必定对股票市场形成巨大压力，股价应声而落。而股价的下跌，又反过来加剧了股指期货市场恐慌，不问价格只要抛出就行。

所以，陈定安在分析其原因时指出，是现货市场上买家不足，为了“套利”抛售期指而造成的。这是因技术问题处理不好而形成市场恐慌的一个典型例子。

同样的情形，如果用在我国的股市上也会出现同样的后果。比如2000年8月份，股市已经走过漫漫“牛”途，从2000年2月份开始的“慢牛”行情也已经展开6个多月了，股市似乎缺乏上冲的激情，热点在各板块之间逐个流动，但稍聚即散，市场心态日益显得浮躁，技术性调整迫在眼前。设想一下，如果有股指期货这个工具的话，调整也许会比8月份所发生的调整要猛烈得多。主力机构迫于只有做多才能赚钱的无奈，将指数节节推高，大盘已累积下70%的升幅了，但主力仍苦于无法顺利出货。如果有股指期货，情况会大不一样，主力在创出2100点历史新高后，可以在股指期货上大胆放空，同时放手出货，将股票指数大幅打低，在低位再买入股指期货合约对冲平仓。从而既达到了出货的目的，又可在股指期货上做空而盈利。

实际行情是大盘仅仅调整了200多点就无力下探了，许多新增资金仍无法接受高点位而没有入市，停留在外围专注于认购新股，认购新股的资金创下了5000亿元的新高。如果运用股指期货的手段，指数可以调整500点以上，从而便于对持股结构进行比较彻底的调整，一轮升势又可展开，大盘的运行节奏又显得明快起来。

同样的行情在2001年再次重演，2001年7月大盘再创新高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

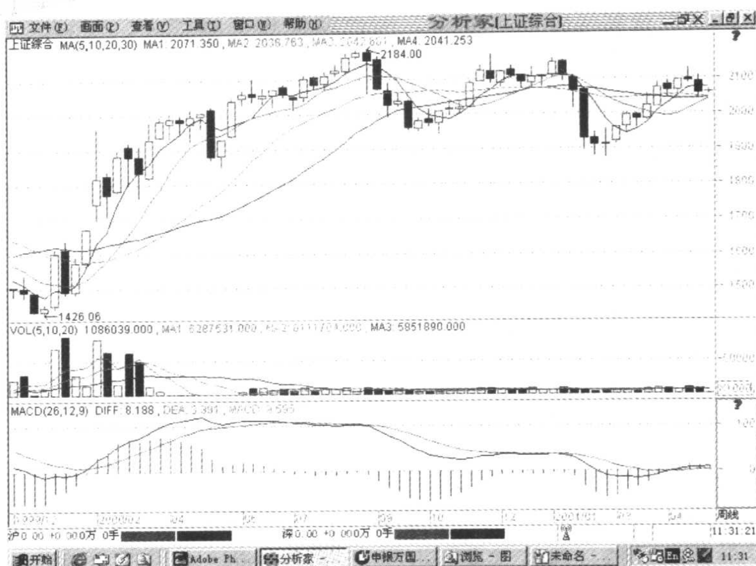


图 8－3　沪综指 2000 年行情走势

达到 2200 点时，再次出现大调整，这次的调整力度超过上一年，持续到 2002 年 1 月，大盘突破了市场公认的“政策底”1500 点，直向 1300 点落下，累计下调 900 点。机构投资者因没有避险手段，全部被套或强行斩仓，损失巨大。调整的幅度不可谓不深，但对市场上的有生力量的杀伤也太强，因而一时无力酝酿新的行情。反观美国及欧洲的股市，受到“9·11 恐怖事件”的正面打击，股市狂泻 3 天，市值损失超过 1 万亿美元以上，但 10 天之内便可组织强劲反弹，一个月之内便全部收复失地。

人们不禁会问，股指期货直接影响股价走势，到底是正面因素还是负面因素？对投资者利益是起保护作用还是起冲击作用？从以上事例，我们可以得出明确的结论。

而对这一类问题，作为一个投资者，重要的不是去探寻股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指期货的利与弊，关键是要认识到由于股指期货的加入，股票市场的价格走势也许会离开原有的轨道，以一种新的规律去运行。认识这种新的规律，投资者同样可以趋利避害，去争取较理想的投资回报。

机构投资者，因其资金雄厚，具备主导个股价格走势的能力。在没有做空机制以及股指期货的情况下，为保证重仓品种的出货需要，只有将股票连续拉高，远远脱离其持仓成本的区域才能考虑逐步派发的可能性。据一般经验，在看好大势，成交十分活跃的时候，坐庄的机构要将股价拉高30%以上才能比较安全地派发。在大盘走势平淡，或所持个股成交并不十分活跃的时候，则要拉高价格50%以上。股市中有句谚语：善买是徒弟，善卖才是师傅。这既针对散户而言，更重要的是针对机构而言。机构无法顺利出货，赚了市值而无法赚到利润的情况屡见不鲜。不少个股，坐庄者无法出局，散户也不接盘，庄家只能强行拉高股价，“自拉自唱”，股价尽管响彻云霄，但和者甚寡。人们说，这只股票被庄家“做死了”。凡是“做死了”的股票，都是股价高高在上，只涨不跌，K线图十分“壮观”的股票。

比如中科创业（0048），前身是康达尔。这只股票从1998年5月以来，股价便走上只涨不跌的不归路，股价越做越高，庄家却始终无法出货，万般无奈之下，请来策划高手，在资产重组的幌子下，股价再创新高，无法出货的局面却丝毫没有改观。在后续资金严重不足、资金链条崩断的情况下，股价不得不回落，12月25日始更是10个跌停板，创下新的纪录，而且还引发了中国股市强庄陆续跳水的一场“大地震”。

股指期货给机构投资者减少了“出货难”的许多问题，不仅拉高股价可以赚钱，把股票指数做下来也可以赚钱，因此也就不需一味将股价拉高，减少了股价的单边疯狂上扬，增加了来回的振荡，在振荡中保持着与股市基本面因素以及公司经营状况的大体一致，这是股价走势中一种比较理想的运行态势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

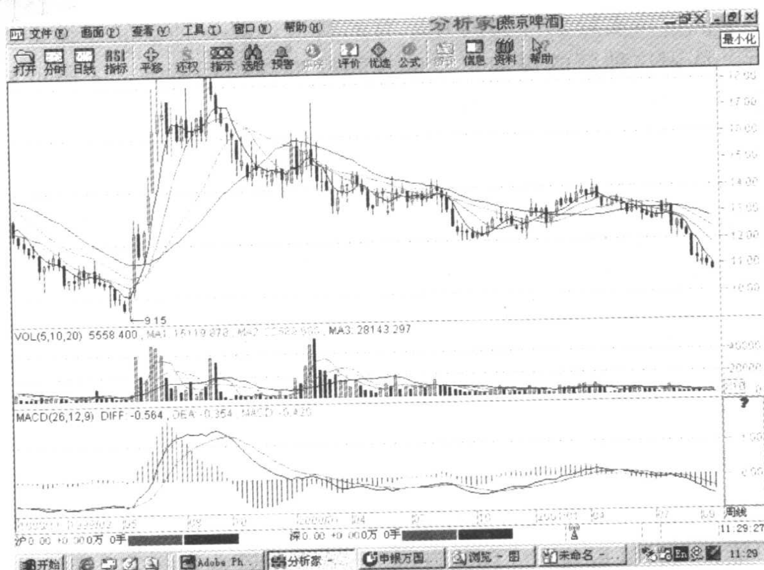


图 8－4　中科创业（0048）1998 年 5 月至 2001 年 1 月走势图

散户怕的是“踏空”和“被套”。所谓“踏空”，是在庄家拉升股价的初期，因无法判明庄家的拉升意图，而不敢大胆跟进，但转眼间股价已如断了线的风筝，扶摇直上，从而错失了跟进一波行情的时机。所谓“被套”，是股价被庄家拉升至一个新的高度，成交量明显放大，“黑马”开始显形，再加上被一些传媒“推荐”，散户才随着大量的跟风盘追进。谁知正遇上庄家派发，买入后股价开始下跌。

“踏空”意味着错失一波上升行情，“被套”意味着在一波上升行情之中搭上了末班车，而又未及时下车，接了最后一棒。不论是“踏空”还是“被套”，投资者都要等待下一波行情的启动。“被套者”毕竟已经持有股票，下一波行情启动之时已无需再作判断，只等“解套”就是了。而“踏空”者却要对下一波行情的到来再作一次判断，如果判断失误还可能再次“踏空”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或"被套"，所以市场中又有一种说法：宁愿"被套"而不愿"踏空"。这种心态推动了股市中一波又一波大胆的"进入者"，股价再高也有人勇敢地冲进去，博的就是"只要不是最后一棒就行"。

股指期货，给散户增加了许多选择的机会。股价来回振荡的次数增加、幅度加大，给投机者提供了更多的短线机会，一次"踏空"之后再次入市的机会也很快来临，而不需去冒怕"踏空"而追高买进股票的风险。散户追高意愿的减弱，反过来又可以抑制庄家希图大幅拉升股价而出货的冲动。

不论是机构投资者还是散户，在有股指期货参与的股票市场中都会不约而同地调整自身的买卖行为，除非有基本面因素的重大变化，出现"单边市"的概率会大大减少，"平衡市"、"上落市"的出现几率增加，以基本面分析为主的中长线投资者和以技术分析为主的短线投机者从中都可以找到自己的位置。

股指期货的出现，对股票价格走势产生影响的另一个重要方面，是直接造成股票个股行情的分化。

进入股票指数计算的指数股，其股价演变将与大盘走势密切联动，且集中了市场中大部分的成交量。而非指数股，其股价走势将日趋散乱，产生更多异于大盘走势的独立行情。

以香港股市为例：构成恒生股票指数的 33 只股票，从个股数量看，不到香港上市公司的 5%，但市值却占了香港股票市场的 75%左右，每日的成交量也占了 70%以上。33 只股票，全面代表了香港的经济实力。这 33 只蓝筹股与香港股市的走势之间，香港股市的走势与香港经济的发展之间，呈现的是另一种良性互动关系。

国内股市，缺乏这么一批对国民经济具有举足轻重作用的蓝筹股。2000 年 10 月，新华通讯社牵头试图编制一套能反映股市走势和国民经济运行态势的新华指数，选来选去，想选出一批对股市有重大影响的上市公司。"航母级"的公司凤毛麟角，只能"矮子里面挑高佬"，而要达到占总市值的 70%，入选的股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票仍要 400 只之多，占全部上市公司的 40%。而且新华指数仍然无法做到与国民经济运行态势的理想联动。

这是国内推出股指期货的重要障碍。

为克服这一障碍，管理层加快了国内股市的改革力度。“航母级”公司加快了上市的步伐，2000 年国内钢铁行业的龙头企业宝钢股份上市了；仅次于五大商业银行的股份制银行民生银行上市。2001 年 7 月占沪市市值 10%的“超级航母”中国石化“上市”，中国石油也列入上市计划，同时交通银行及一批金融企业均列入上市计划。近年来，尽管有超大型的长江电力、中国联通、中国银行等上市公司加盟，还依然比不上香港股市中和黄、汇丰这一类公司，沪深必须推出 300 只股票，市值才勉强达到总市值的 60%左右。

大蓝筹股的建立，即便不是推出股指期货的完全必要条件，也是充分必要条件。

随着大蓝筹股的相继建立和股指期货的推出，个股行情的分化也将势不可免。这种分化，会将股票价格走势导入以基本面因素以及上市公司经营状况为主要依据的运行轨道。

能够列入股指期货的大蓝筹股，因其盘子庞大，庄家企图控盘几乎是不可能的。在现行的股票市场中，庄家对这类股票往往弃之如敝屣，碰都不愿碰。像 2000 年这种牛市行情，差不多所有股票都被炒起来了，但盘子庞大的绩优股依然没有什么人去炒它，不炒蓝筹而炒“ST”，成了中国股市一道独特的风景。可是，股指期货一出台，这批长期被市场冷落的蓝筹股毫无疑问会成为抢手的“香馍馍”。因为只有掌握指数股，才能保持与大盘走势的联动关系，也才能在股指期货市场中有所作为。而且在蓝筹股中运作，企图控盘操作股价又几乎是不可能的，所以基本面的因素对大盘的影响将是决定性的。

市场热点会主要围绕构成股票指数的蓝筹股而展开，非指数股票的狂炒热情则逐步消退。除非公司经营状况有十分重大的变革或改进，例如香港股市的得信佳因被盈科数码收购，一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

日之间股价暴涨20倍那样，否则再也难以在市场中扮演主角。

个股行情的这般分化，将使市场的投资和投机行为均逐步趋于理性化，股票价格终于可以踏上价值回归之路，这同样是市场所追求的一种理想境界。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章

连接个股价格和股票指数的β系数

股指期货交易的出现，为股票交易提供了对冲机制。

对冲（Hedge），来自于赌博术语，意即为两面下注，不管揭开宝盅的结果是“开大”还是“开小”，都会有一注赢钱，另一注赔钱，体现了一种保值的思维。

早在两千多年前的战国时期，曾经出现过对冲的中国式思维，巧得很的是，同样出现在赌场上，当时的齐王要和手下的重臣田忌赛马。赌博的条件是，双方各出上中下三匹马，分三场比赛，三局两胜制。由于齐王的马比田忌的马好，田忌在赌博中总处于下风。后来田忌听了孙膑的计谋，调整出马的顺序，以下马对齐王的上马，上马对齐王的中马，中马对齐王的下马，由此而胜算居多。孙膑的主意，体现的就是一种保值加套利的价值观。

我们不妨设想一下，如果齐王制定的游戏规则是只出两匹马，田忌将无计可施，只能争取保值。但齐王出了三匹马，使田忌有了施展的余地。

股指期货的规则中，同样出现了“第三匹马”，这就是β系数和基差，从而使套利成为可能。

做股票的投资者，经常会遇到一个概念，就是今年股票买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖的收益，能否“跑赢”大盘。也就是说，如果今年大盘的指数升幅为10%，而自己今年内买卖股票的收益在10%以上的话，便是“跑赢了大盘”；如果收益在10%以下的话，便是没有“跑赢大盘”。这里所揭示的，是个股与大盘之间的关系。

跑赢大盘，有两种可能性。一种是在一段时间内，买卖若干只股票，这若干只股票的累积净升幅超过大盘指数的升幅；一种是在一段时间内，只买某一只股票，而这一只股票的升幅超过了大盘指数的升幅。

每只个股的价格尽管每时每刻都在发生变动，但将这种变动放到一个相对较长的时间段，比如一个月、二个月、三个月、六个月来看，它又是相对稳定的，而且与大盘指数的变动有着密切的联系。一般来说，大盘指数涨，个股价格升；大盘指数跌，个股价格也随之下跌。而且每只个股与大盘指数的涨跌幅度，在一个时间段来看也是相对稳定的。因此人们总结出个股价格与大盘指数之间的相关系数为“β系数”。

我国的证券投资者对β系数还比较陌生。其原因：一是我国股市仍为新兴市场，股票价格受突发性因素或人为因素的影响比较大，一时还难以建立比较稳定的β系数体系。二是β系数应用于组合投资而防范系统风险和非系统风险。但组合投资并未成为投资者的主要投资方式。三是当没有股票指数期货这一金融品种时，β系数就不会成为市场所必需。所以，反过来我们也就可以说，随着股指期货的推出，β系数成为套期保值者和套利必不可少的操作工具，也是所有投资者都需要参考的测市手段。



一、投资者如何获得β系数

作为在证券市场中的投资者，如何取得β系数呢？一般有四种方法：

一是从专门的研究机构取得。在境外成熟市场，有专门的



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

研究机构，通过收集、整理证券市场的有关数据、资料，计算各种证券的β系数，以便出售给需要的投资者。在国内，目前各大券商、证券咨询机构已经开始组织人力研究股票指数期货，同时也包括研究β系数。

二是测得β系数的历史值。用历史值代替下一时期证券的β值。历史的β值可以用某一段时期内证券价格与市场指数之间的协方差对市场指数的方差的比值来估算。

三是用回归分析法估测β值。假定某年度的β系数与上一年度的β系数之间存在着线性关系，即：$\beta_1 = a_0 + a_1 + \beta_{t-1}$，通过许多年度β值的积累和回归，便可估算出上式中的 a_0 和 a_1，这样就能计算出下一年度证券的β值，即 $\beta_{t+1} = a_0 + a_1\beta_t$。

四是对第三种方法的修正。在第三种方法中仅仅考虑了前一期β值对后一期β值的影响，事实上，证券β系数大小还与其发行公司的性质有关。例如，假定证券的β系数与发行公司的上期规模（Size）有关，那么可以根据历史数据回归出以下等式：

$$\beta = a_0 + a_1\beta_{t-1} + a_2 Size_{t-1}$$

只要知道了上期的β系数与发行公司规模，就可以计算出t+1期的β系数。

$$\beta_{t+1} = a_0 + a_1\beta_1 + a_2 Size_t$$

以上是通过专门的研究机构获得β值。研究机构需要利用各种数学模型，对市场上每只个股与大盘的走势进行长期的跟踪研究，掌握其中的运行规律，才能获取可信度比较高的β值。

作为一个一般的投资者，没有精力去长期研究β系数，或者不方便从研究机构获取β系数，那么他们如何运用β系数进行指数期货运作呢?

实际上，作为一般的投资者，只要稍加留意，平时做一点“功课”，是完全可以建立自己的β系数的，下面介绍一种简单的β系数计算方法。

我们看到，在股票市场上，大多数股票都会随着大势沉浮.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但若是强势股的话，在大势上扬时涨幅更大，大势下挫时表现比较抗跌；而弱势股正好相反。所以我们可以从计算β系数中尽量发现强势股。

首先我们通过对个股的研究和筛选，挑出几只有投资价值的股票，在一段时间里连续计算它们的β值，并将现在的β值与它们历史的β值进行比较，从中发现它们在走强时的β值状态。

β值的计算方法有两种：

①$\beta_1 = \dfrac{\text{个股股价指数（周收盘价）}}{\text{股票指数（周的收盘指数）}} \times 100$

②$\beta_2 = \dfrac{\text{个股股价指数（周收盘价）}}{\text{分类股票指数（周的收盘指数）}} \times 100$

方法①是考察该只股票与大盘的β值，方法②是考察该只股票与行业其他样板股之间的β值，从中发现强势股。

二、β系数在股指期货中的运用

β系数在个股与大盘指数之间建立了某种联系。

运用各种预测和计算的方法，我们可以得出每只个股与大盘指数之间的β值，也就是个股与大盘指数的互动关系，而且，根据股票指数期货合约的交割日期，我们还可以得出一个月、二个月、三个月或六个月的β系数，以便与指数期货的交割时间一一对应。

从个股与大盘指数的互动关系上，我们可以得知，当个股与大盘指数的β系数在趋向大时，说明个股的升幅将大于大盘指数；当β系数在维持不变时，说明个股的升幅与大盘指数同步；当β系数在逐渐缩小时，说明个股的升幅小于大盘指数。

但是，在实际操作中，我们并不一定要了解所有个股与大盘指数的β系数，而只需重点掌握构成股票指数的成分股（亦称指数股）的β系数即可。

首先，运用β系数才能实现在股指期货中套期保值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股指期货的一个重要功能是回避股票市场中的价格波动风险，对购买的股票进行保值。举个例子说明：

某投资者购买一组股票，购买股票时大盘指数为 1200 点。所购的股票组合为：

A 股票，价格 10 元/股，β 系数为 0.9，购买 10000 股；

B 股票，价格 8 元/股，β 系数为 1，购买 10000 股；

C 股票，价格 6 元/股，β 系数为 1.1，购买 20000 股。

A：$10\times10000=100000$（元）

B：$8\times10000=80000$（元）

C：$6\times20000=120000$（元）

这组股票的“β 系数”经加权平均为：

A：$\frac{100000}{300000}\times0.9=0.3$

B：$\frac{80000}{300000}\times1=0.26$

C：$\frac{120000}{300000}\times1.1=0.44$

1（即 β 系数 $=1$）

该股指期货合约规定，指数每点 $=50$ 元人民币，保证金比例为 10%。

当投资者购买了上述股票组合后，该如何利用股指期货进行保值呢？

第一步：找到股指期货价格与股票价格的对应关系

已知：股票市值为 300000 元，β 系数 $=1$；

大盘指数为 1200 点，每点期货价格为 50 元，

因而每张期货合约的价格为：$50\times1200=60000$（元）

求出：应购买多少张股指期货合约可达到保值的目的。

$$\frac{300000\times1}{60000}=5\text{（张）}$$

即购买 5 张股指期货合约可达到保值的目的。

第二步：运用到股指期货的操作之中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首先，可以运用股指期货对购买股票进行保值。

当投资者在大盘指数 1200 点时，以 300000 元购买上述股票组合时，也在期货市场上以 1200 点（为方便说明，先剔除基差因素）卖出 5 张股指期货合约，保证金比例 10%，所需资金为：50×1200×5×10%＝30000 元。

此后，不管大盘指数是升还是跌，只要 β 系数没有发生变化，投资者所购买股票与期货的市值不会发生变化。

	大盘指数	股票市值	期货市值
	1200 点	买入：300000 元	卖出：300000 元
升：8%	1296 点	324000 元	324000 元
		浮动盈利：24000 元	浮动亏损：24000 元
跌：12%	1141 点	261120 元	261120 元
		浮动亏损：38880 元	浮动盈利：38880 元

我们可以看到，当大盘指数上升的时候，股票市值上升，账面上记入浮动盈利 24000 元；期货合约市值虽然也上升，但因为是在低市值时卖出，所以在高市值买入平仓时会发生亏损 24000 元，与股票的盈利正好抵消。

当大盘指数下跌的时候，股票市值下跌，账面上记入浮动亏损 38880 元；而期货合约市值虽然也下跌，但因为是在高市值时卖出，所以在低市值买入平仓时会发生盈利 38880 元，与股票的亏损正好抵消。

以上例子仅在于说明股指期货的保值原理，在实际操作中会比上述例子考虑更多的因素（如基差、保证金安排等），也有多种多样的操作方法，我们在下面章节再行探讨。

其次，运用 β 系数，可以在股票组合中盈利。

运用股指期货，可以防范股票市场中出现的系统风险。而将 β 系数运用到股票投资组合中时，不但可以防范非系统风险，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还可以从中盈利。

仍举上述例子：

股票组合：

A：10×10000＝100000（元）

B：8×10000＝80000（元）

C：6×20000＝120000（元）

300000（元）

第一种情况：当出现非系统风险，A 股票下跌 1 元，B 股票维持原价，C 股票上升 0.5 元。

A：(10－1)×10000＝90000（元）

B：8×10000＝80000（元）

C：(6＋0.5)×20000＝130000（元）

300000（元）

股票的总市值维持不变。

第二种情况：

股票组合中个股价格出现分化，β 系数同时出现改变。当大盘指数从 1200 点上升 8%时，A、C 股票的 β 系数维持不变，B 股票的 β 系数却从 1 变为 1.2。

A：10×[1＋(8%×0.9)]×10000＝107200（元）

B：8×[1＋(8%×1.2)]×10000＝87680（元）

C：6×[1＋(8%×1.1)]×20000＝130560（元）

325440（元）

因为 B 股票的价格上升速度加快，β 系数提高，从而也改变了该股票组合与大盘指数之间的 β 系数，因此，可以将 B 股票卖出获利了结，再选一只 β 值为 1 的 D 股票补充进该组合，以保持该组合与大盘指数的同步性。

需要说明的是如果运用 β 系数将保值与股票组合的方式结合起来使用，还可以创造出更多在保值情况下以组合投资方式盈利的方法，让投资者充分享受投资回报的乐趣，却将投资风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险降到最低的限度。

当然，应用到实战中时，一是个股的价格千差万别，其走势也呈现快慢有致、变化纷繁的局面，单凭一个预测和计算出来的β系数仍然无法涵括其中诸多变化，需要凭实战经验以及对股市规律掌握而随时加以调整。二是国内股市中是否存在相对稳定的β系数的体系，这也是各研究机构根据股市的发展情况而正在加紧研究开发的严肃课题。但β系数毕竟提供了一种工具，使用它可以把握个股与大盘走势间的某些必然联系，并运用其中的互动关系为自己的投资进行保值和盈利。在一些成熟的证券市场，有专门的研究机构，定期向社会公众公布股票的β系数，作为投资者在市场中运作的参考。随着股票指数期货推出市场，国内的证券咨询机构也必然会加强对β系数的研究，以随时为投资者提供服务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十章

利用基差进行交易

如果说，β系数是说明个股与大盘之间的关系，那么基差就是说明现货与期货价格之间的差异。同时，不同月份股指期货合约之间，同样存在价格差异，这是基差另外一种表现形式，也叫做期间差。

β系数和基差都不是不会变化的，恰恰相反，它们的变化为股指期货交易提供了套期图利的机会。

所以，关注股指期货中的基差变化，成为所有交易者的一项基本功，期市中云：宽卖窄买，说的就是基差变化与交易行为的关系。

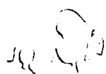
基差，指的是股票现货与期货合约之间的差价。它的计算方法是现货价格减去期货价格。如股价指数为2100点，股价指数期货合约的当日结算价是2200点，它们之间100点的差价便是基差。

若现货价格低于期货价格，基差为负值，也称为基差升水；现货价格高于期货价格，基差为正值，也称为基差贴水。

之所以存在基差，是因为现货价格代表的是目前的价格，而期货价格代表的是将来的价格；同时，持有期货合约，需付出一定的成本，这个成本也会附加在现货价格之上。因此，“预期＋成本”构成了基差的内涵。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当期货合约接近最后结算日时，期货合约的价格会逐步与现货价格趋于一致，基差也逐步消失。股指期货的最终结算，以结算日的股票指数为标的，所以，股指期货合约价格的最终结算，是与现货价格完全重合，不存在任何差别，这一日基差也完全消失了。



一、基差的作用

存在于现货价格与期货价格、不同月份的期货合约之间的基差，其本质就是持有期货合约时所需要付出的成本（包括机会成本）。在商品期货中，这种成本主要包括两个方面：

储存，运输商品的成本及占用资金的利息成本；

期货交割时供求关系的变化可能引起的价格风险。

在股指期货交易中，因不涉及具体的商品交割，所以，成本计算比较简单，但也包括两个方面：

持有期货合约所需付出保证金的利息成本；

期货合约最终结算时股票指数发生变动可能引起的交易风险。

一般来说，保证金的利息成本是可以计算的，除非期间发生利率的变动而必须重新计算利息成本。

但股票指数可能发生的波动则完全是一种预期，这种预期会引起基差的波动。

由于基差的存在，使现货价格与期货价格之间可以顺利衔接，而且使两种价格的尖锐冲突得以缓和。

当期货价格上升的幅度大于现货价格的上升幅度，或者期货价格下跌的幅度小于现货价格的下跌幅度，从而使基差扩大，意味着继续持有期货合约则成本增加。投资者便愿意增加现货的买入而减少手中持有的期货合约。

比如，当股票指数从 2300 点上升至 2500 点，而股指期货合约则从 2400 点上升至 2800 点时，基差从负值 100 点扩大到负值 300 点，继续买入期货合约则必须缴纳更多的保证金（假设



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10%的保证金，每点指数等于 50 元人民币)，每张期货合约的保证金从 12000 元（50×2400×10%）到 14000 元（50×2800×10%)，而且将冒更大的价格回调风险，这时投资者就会采取增加股票现货的买入，以及卖出期货合约以对冲手中的股票指数期货合约。如此，便会引起股票指数的上升而股票指数期货合约的下跌，使基差逐渐回复到原来 100 点的正常水平。

当期货价格上升的幅度小于现货价格上升幅度，或者期货价格下跌的幅度大于现货价格下跌幅度，从而使基差缩小，意味着持有期货合约的成本降低，投资者愿意增加期货合约的持有而减少现货的持有。

比如，当股票指数从 2100 点跌到 1800 点，跌去 300 点，而股票指数期货合约则从 2200 点跌到 1850 点，跌去 350 点，基差从负值 100 点缩小至负值 50 点。购买每张期货合约的保证金从 11000 元降至 9250 元，而且期货合约 350 点的跌幅也会使不少获利盘需买入而对冲卖空的合约，从而使股指期货合约的价格站稳。由于买盘的积极介入，股指期货价格企稳甚至出现反弹，从而带动股票价格亦逐渐稳定下来，这时基差便又可以逐渐回复到原来的 100 点的正常水平。

二、基差值的确定原则

基差（包括期间差，即不同期货合约之间的差价。下同）是用什么来确定的呢？根据无套利定价的原则，我们可以在理论上给出各种商品期货和金融期货产品基差的定价原则。

1. 商品期货基差的确定原则。

案例：

一家以铜作为原材料的生产企业，预计现有的铜贮备在 6 个月后用完，需要重新进货。它准备去期货市场购买 6 个月后交割的铜期货。假设铜现货的价格为 19800 元/吨，6 个月期的银行贷款年利率为 5%。那么，6 个月期的铜期货价格以多少为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合理呢？也就是说铜现货与6个月期的期货价格的基差以多少为合理呢？

根据无套利定价原则，我们可以构造无套利组合如下：

（1）以6个月期的年利率借入资金19800元。

（2）以借入的19800元买进1吨铜现货。

（3）卖出1吨6个月后交割的铜期货。

此时铜期货的定价应为：

19800×[1+(0.05×6/12)]=20295（元）

铜现货与6个月期的期货的基差为：

20295元－19800元=495（元）

在实际操作中，这个理论基差还要加上铜期货的交易成本和现货的存储成本。为计算方便，这里省略不计。

为了证明上述基差是否合理，我们可以用套利的方法进行检验。

第一种情况，基差扩宽，每吨大于495元。

假设现在市场上6月期铜的价格为20345元/吨，与现货的基差为545元，大于理论基差50元/吨。那么投资者可以构造一个无风险套利组合，买入现货，卖空期货。

（1）以6个月期的年利率借入资金19800元。

（2）以19800元去购入1吨铜现货。

（3）以当前市场上6月期铜价20345元/吨的价格卖出1吨期货。

该投资组合的现金流情况如下：

	期初现金流（元）	期末现金流（元）
（1）借入19800元	19800	－19800×[1+(0.05×6/12)]
（2）买入1吨铜现货	－19800	
（3）卖出1吨6月期铜		20345
合计	0	20345－19800×(1+0.05×6/12)=50（元）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于整个资产组合的交易在期初就完成，组合中各个资产的价格在期初都已确定，所以在期初我们就知道这个组合能稳赚 50 元/吨。

第二种情况，基差收窄，小于每吨 495 元。

假设现在市场上 6 月期铜的价格为 20245 元/吨，与现货的基差为 445 元，比理论基差少 50 元/吨。那么，投资者可以构造出一个无风险套利组合，卖出现货，买进期货。

（1）以现货价格 19800 元卖出 1 吨铜。

（2）把卖出现货所得的 19800 元投资于无风险资产 6 个月。

（3）以 20245 元/吨的价格买入 6 月期铜。

该投资组合的现金流情况如下：

	期初现金流（元）	期末现金流（元）
（1）卖出 1 吨铜现货	19800	19800×[1+（0.05×6/12）]
（2）买入 6 月期无风险资产	−19800	
（3）买进 6 月期铜		−20245
合计	0	19800×（1+0.05×6/12）−20245=50（元）

通过这个组合可以稳赚 50 元/吨。

当市场出现套利机会时，投资者都会去进行套利，从而使价格朝无套利机会的理论基差回归。

2. 金融期货基差的确定原则。

案例：

有一个投资者手中持有 1000 股 D 股票，当前股价为 10 元，市值为 10000 元。他想在 3 个月后出售以获得现金，但担心未来股票价格下跌，所以到期货市场卖出 D 股票期货。假设 3 个月期的银行贷款年利率为 5%，而且这 3 个月内 D 股票不发红

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利。那么，他以多少价格卖出这个期货是合理的呢？或者说，D股票现货与3月期货价格基差应是多少？

我们来构造一个资产组合：

（1）以3个月的年利率借入资金10000元。

（2）以借入的10000元去购买1000股D股票。

（3）卖出1000股3个月后交割的D股票。

看这个资产组合在期初和期末的现金流情况。由于期货交割是在期末进行的，假设不考虑买卖期货的保证金费用，期货交易的现金流就只发生在期末。但是，3个月后交割的期货价格在期初就规定好了，这也是我们要给出的期货价格F。在期初，借入的10000元刚好用于购买1000股D股票，所以现金流为0。而到了期末，用持有的1000股D股票和卖出的股票期货互相对冲，得到现金F。另外要支付期初借入10000元的本加息 $10000\times[1+(0.05\times3/12)]=10125$ 元。因此，期末的净现金流为F－10125元。由于期初的现金流为0，所以按无套利原则，期末的净现金流也应该为0，即得到股票D的期货价格为F＝10125元，股票现货与期货的基差为10125－10000＝125（元）。

同样，我们证明这个理论上的价值是否合理，用套利行为来检验。

第一种情况，基差扩宽，大于125元。

假设现在期货市场上1000股D股票的价格为10210元，比理论价值10125元高。那么投资者就可以构造出一个无风险套利的组合，买入现货，卖空期货。

（1）以3个月的年利率借入资金10000元。

（2）以借入的10000元买入1000股D股票。

（3）以当前期货市场上10210元的价格卖出1000股3个月后交割的D股票。

这个套利组合的现金流情况如下：

期初现金流（元） 期末现金流（元）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(1) 借入10000元	10000	−10000×[1+(0.05×3/12)]
(2) 买入1000股D股票	−10000	
(3) 卖出1000股D股票期货		10210
合计	0	10210−10000×[1+(0.05×3/12)] = 85(元)

即通过这个套利组合，可获取85元的无风险收益。

第二种情况，基差收窄，小于125元。

假设当前期货市场上1000股D股票3个月的期货价格为10050元，基差收窄为50元，这时投资者就会进行卖空现货、买进期货的套利。

(1) 以当前的股票现货价格卖空1000股D股票。

(2) 卖空股票得到的10000元在证券公司做3个月的国债回购业务，年利率为5%。

(3) 以10050元的价格买进1000股3个月后交割的D股票。

该套利组合的现金流情况如下：

	期初现金流（元）	期末现金流（元）
(1) 卖空1000股D股票	10000	10000×[1+(0.05×3/12)]
(2) 卖空所得去投资国债回购业务	−10000	
(3) 买进1000股D股票期货		−10050
合计	0	10000×[1+(0.05×3/12)]−10050=75（元）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即通过这个套利组合，可获得75元无风险收益。

从上面这则例子中，我们可以看到，无论股票现货价格与期货价格之间的基差是扩宽还是收窄，投资者都可以构造出一个无风险套利组合。而投资者的套利行为，同样会推动基差回复到理论值的水平。

如果在套利期间，所购买的股票派发红利，也会影响到股票期货的定价。仍举上面的例子，假如一个月后，D股票每股派发红利0.2元，则将派发的红利按照给出的3个月年利率5%投资于无风险资产2个月。在期末得到的现金为：1000×0.2×[1+（0.05×2/12）]=201.66（元）。

那么，期货价格F=10000×[1+(0.05×3/12)]−201.66=9923.34（元）。

所以，当上市公司派发红利，股票现货价格与期货价格的基差应减去因派发红利所产生的现金流后，作为无套利定价原则的基础。



三、正基差（基差贴水）

正基差指的是现货价格与期货价格之间的差额为正值，也就是现货价格高于期货价格，如果股票指数为2300点，而股指期货合约的价格为2250点，基差即为50点的正基差。正基差因为表现为期货价格低于现货价格，所以又称为“贴水”。

正基差同时指近期期货合约价格与远期期货合约价格之间的差额为正值，也就是近期期货合约价格高于远期期货合约价格。不同月份的股指期货合约之间的差价，也称作“期间差”。如近期3月份股指期货合约价格为2250点，而远期6月份股指期货合约价格为2150点，基差即为100点的正基差。

正基差的意义在于：市场目前的供给小于需求，商品的供应量满足不了需求量。由于近期的供应出现短缺，使现货以及对近期月份的期货合约所愿支付的价格越来越高，诱导商品存



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货的持有者出售现货的压力也越来越大，而远期到期的期货合约必须以某一折扣才能与近期月份的期货合约进行交易，这就意味着市场不承认期货成本，持有成本逐渐减少或消失甚至形成负的持有成本，持有期货合约不仅没有增值，甚至还要“贴水”，这种情况下的期货市场被称为反向市场。

例如，2 月 18 日股票指数 2080 点，3 月份股指期货合约价格为 2120 点，6 月份股指期货合约价格为 2140 点。到 3 月 15 日，股票指数达到 2300 点，3 月份股指期货合约价格为 2250 点，6 月份股指期货合约价格为 2150 点。

在近一个月的时间内，股票指数上升 220 点，3 月份股指期货合约价格上升 130 点，6 月份合约价格仅上升 10 点。基差由负值变为正值，且越来越扩大，表示基差走强。持有期货合约“贴水”增加，说明市场对后市不看好。

基差走强，是可以卖空股指期货的信号。

股票价格虽然目前强劲上涨，但股指期货却上升乏力，表明市场虽然当前做多，却并不看好后市。当前的做多便有派发的嫌疑，可能派发完毕之后就会下跌。

从股指期货市场的角度来看，当基差为正值的时候，即是持有期货合约成本在减少，甚至是负成本。这时竟然无人愿意买入期货合约（因为有人愿买入期货合约，自然会将价格买上去，使基差收窄甚至由正值走向负值），说明市场没有看好后市。所以，股票指数见顶的可能性很大，如果再辅之以成交量的分析，就会更明白了。

四、负基差（基差升水）

负基差则是现货价格减去期货价格的差额为负值，也就是说期货价格高于现货价格。如果股票指数为 2300 点，而股票指数期货合约的价格为 2350 点，基差即为 50 点的负基差。负基差因为表现为期货价格高于现货价格，又称为“升水”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

负基差同时指近期期货合约价格与远期期货合约价格之间的差额为负值，也就是远期期货合约价格高于近期期货合约价格。如近期 3 月份股票指数期货合约价格为 2350 点，而远期 6 月份股票指数期货合约价格为 2450 点，基差即为 100 点的负基差。

负基差的意义在于：市场目前的供给等于或大于需求，商品供应量满足了需求量。但预期今后市场的供求关系会发生变化，从当前的供大于求转向供不应求，表明持有股指期货合约的成本得到了市场的承认，所以期货价格亦高于现货价格，远期月份的期货合约价格亦高于近期月份的期货合约，这种情况下的期货市场被称为正向市场。

基差由于正值变为负值，且越来越扩大，表示基差走弱。

基差走弱，是可以做多的信号。

股票价格虽然目前上涨缓慢甚至下跌，但股指期货却在逐渐走强，表明市场看好后市。持有期货合约的成本虽然在不断增加，有人却愿意继续持有（因为如不愿继续持有，会不断地卖出合约以对冲平仓，必然引起期货合约价格加速下跌），以表示对今后价格的上涨有信心。如辅之以成交量进行判断，会更清楚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十一章

操作前的准备

进入股指期货市场之前，先把手贴在左胸上摸一摸，不仅仅是看你有多少钱，更重要的是看你的心脏能否承受得起。有句比较流行的话："玩的就是心跳。"

不同的资金实力在期市中有不同的玩法，拥有的资金量决定你在这个舞台上扮演何等"角色"。套期保值者、套利者，抢帽子者……无不与你的资金实力之间有着某种联系。

股指期货市场推崇"王气"而否定"霸气"，庄家的霸道在这里是玩不转了，这个市谁也"逆"不起。

有句俗语："杀猪杀屁股，各有各的杀法。"资金大户，在股指期货市场上左右逢源，上下得利，似乎活得很潇洒；散户看准多空对峙、撑开架势剑拔弩张的时机，也可以东一榔头西一棒子，游刃有余。股指期货市场有无尽的风险，同时也孕育着各种获利机会，不应该为了盈利而忘记了风险，同样也不应该看到风险而放弃盈利。

股指期货的推出，为证券市场的投资者提供了一种崭新的投资工具。原来有过期货投资经验的投资者，不觉跃跃欲试，好像又见到了久未见面的"老朋友"。谁知这位"老朋友"这次却换了一副"新面孔"，它不同于以往做过的任何商品期货，甚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至不同于曾经出现过的国债期货，它以股票指数为合约标的，如果不按照股票市场的运行规律办事，这位“老朋友”又是随时翻脸不认人的。原来只有股票投资经验而没有期货投资经验的投资者，现在却必须结识股指期货这位“新朋友”。股指期货一出场，就必然会与股票指数携起手来，不论你是否直接参与股指期货的交易，由于它对股票市场产生了直接的影响，都会迫使你去认识它、了解它、把握它。

对股指期货的运作，会在以下三种情况下进行：

（1）将股指期货与买卖股票结合起来操作。

（2）操作股指期货而不买卖股票。

（3）买卖股票很少甚至完全不参与股指期货的操作。

第一种情况多为机构投资者或资金实力比较雄厚的投资者。他们视股票和期货市场为投资项目，有专门的研究、运作人才或委托专家进行运作，充分发挥各种金融工具的特有功能，根据自身的资金实力和投资需求，开展套期保值、套利和投机，以保证资金最大限度地保值和增值。

第二种情况多为熟悉期货市场规则和运行规律的“玩家”。他们有一定的资金实力，看好期货“以小搏大”的投机功能，专注于在期货市场中进行短线搏杀。

还有的原本就是商品期货品种中的套期保值者和投机者。在做商品期货的同时抽出一笔资金进入股指期货的交易。

第三种情况多为原来股票市场中的散户，或是资金有限无法分出一批资金进入股指期货；或是专业知识缺乏，不足以承担风险较大的股指期货的操作。但由于股指期货对股票指数的影响，他们会十分关注股指期货市场的成交情况和价格变化，在条件具备的时候，他们也会逐渐涉足股指期货交易。

股指期货是高风险的投资工具，尽管它的主要功能在于保值，但由于它采用保证金交易的特点和逐日盯市的结算制度，交易者不但有看错大盘方向而被迫斩仓的风险，也可能遇到操作技术不正确而引起的风险。因此，入市之前做好各方面的准



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

备工作是十分重要的。

一、入市前的心理准备

期货交易中的高收益和高风险性，对每一个入市的交易者均构成极沉重的心理负担。在股票市场中，我们常常遇到一些投资者，他们做好了承担风险的思想准备，但往往承受不起的不是被套的苦恼，而是认为该赚的钱没有赚到而后悔不迭。期货交易中的高收益，会让一些投资者忘记自己所能承受风险的最大限度，去从事自己力所不能及的冒险行为。

笔者曾接触过一个参与国债期货交易的投资机构。在 1994 年组织 2000 万资金进期货交易所买卖国债期货。曾有过一天之内盈利 800 万元的历史，有一个星期之内盈利翻倍的记录。就是如此高的收益，使该机构忘记了风险，将收益又全部投入到期货交易之中，不断扩大交易规模，竟然成了交易所内做空的主要力量。在国家宣布对储蓄存款和国库券实行保值贴补之后，国债期货的价格出现了暴涨，连续好几日都涨停板，转眼之间将该机构深深套住。这时摆在该机构面前只有两条路：一是平仓出局，这就意味着不但将原来的收益全部亏进去，而且本金也要亏损 30%。二是继续组织资金入市，以填补保证金的不断亏损。可惜该机构采用了后者。国家公布的保值补贴率连续上升，该机构动员全部力量组织资金入市追加保证金，在国家第 3 个月宣布保值补贴率时后续资金已难以为继，不得不采取全部平仓的措施，造成的亏损已达到 1.3 亿元，公司陷入破产的境地。从一开始不愿意承担 600 万元的亏损到将公司的身家性命都压上去，这种风险不值得去冒也冒不起。

所以参与期货交易，首先要做好亏损的准备。

机构投资者要从体制上解决亏损承担的准备。不少机构投资者，特别是国有企业，对参与证券投资是只许盈不许亏的。赢了钱层层都好交代，亏了钱谁也不好交代。就像在商品贸易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中，当有积压商品时，宁愿积压而不愿削价处理；做股票时，宁愿被套而不能斩仓。但做股指期货，高位斩仓来不得半点犹豫，稍有犹豫只会让亏损不断扩大。所以对参加期货交易的具体负责人必须授予明确的止损权限，并且明确止损的决策程序。

为减少亏损的风险，也可明确规定一般只参与套期保值或套利的业务，严格控制投机的规模。

对个人投资者，自然可做到盈亏自负，但也要估算自己承受风险的最大限度，量力而行。

有的投资者，强制性地对每笔交易都规定止盈和止损点。在股票交易中，止损的方法比较易接受，但止盈较少被人采用。股指期货的交易中，牛熊转换的频率远比股票现货市场中要快，未及时止盈可能很快就会变成亏损。所以在刚开始入市时，设立止盈和止损也是必要的。

每一个投资者，在准备入市前，心理上都要做到：

（1）严格的自律精神。

俗话说：看菜吃饭，量体裁衣。投资股指期货市场，一定要衡量自己的风险承担能力，严格控制自己的投资欲望。股指期货中高收益的诱惑，往往使许多投资者利令智昏，在得了小利的时候，就无止境地追求大利；在吃了小亏的时候，便不顾一切地急于翻本，甚至孤注一掷，视期货市场为“赌场”。

参与股指期货交易要戒除的不良心态包括：

盲目自信。相信自己以往成功的投资经验，特别是在股市中投资的经验，在不了解期货市场特殊规律的情况下贸然大举入市；相信自己的资金实力，雄厚的资金在股票市场中可能是无往而不利的武器，但期货市场因集中程度远远高于股市，个体资金的影响力大打折扣，股市中的大户在这里已成为散户。

盲目跟从。丧失了对市场的独立思考和判断，以纯投机心态对待期货市场。“羊群效应”在股市中至多是被套，但在期市中则可能被迫斩仓，来回“割肉”。

恐惧和贪婪。希望赚更多的钱和尽可能减少投资风险，是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场参与者的共同愿望，也是人类的本性所在，本来无可厚非，但过度谨慎和赚钱野心的过度扩张，都会使投资者失去应有的理智，因患得患失而犹豫不决，往往丧失了赚钱或减少损失的最好机会。

应建立健全的投资心态包括：

坚持独立思考和判断。股指期货主要受基本面的影响，所以投资者应不断提高自身素质，多学习了解宏观经济基本面的发展趋势以及国家有关政策的走向，确立对经济形势的总体把握。可以运用技术分析的手段指导买卖时机的具体操作。一旦发现自己判断失误或已超过自身的风险承担能力，则果断平仓离场。

现在一般投资者普遍存在对所谓“评股人士”过度依赖的心理，证券分析师确是证券市场中的专业人士，他们从专业研究的角度对股票、期货的价格变化进行长期研究，对比起一般的投资者来说，他们有过人之处，但是再高明的证券人士，也不能保证在股市、期市中包赚不赔。他们的意见，仅能够构成投资建议，投资者只能作为参考，决策的主意必须自己拿。

可是现在很多投资者，对证券分析师的预期很高，他们并不关心分析师对证券市场的宏观经济背景、行业发展状况和上市公司的具体经营状况的深刻分析，甚至对技术分析的过程也不感兴趣，他们只要求分析师告诉他哪一只股票能够赚钱。这就像一个病人去看医生，只要求医生开出治好病的灵丹妙药，而对医生分析的病因以及在生活习惯、饮食习惯应注意改正之处漠不关心，这样治病只能治标而不能治本，丹药只能治好一时之痛，可是他原本的生活习惯仍在继续加深病因。我们的投资者只求果而不问因的投资心态，带来的是盲从盲信、急功近利、短视浮躁的投资行为。如此，赚钱固然可喜，但亏了钱便将怨气发泄到股评人士身上。

因为投资者的这种需求，证券咨询行业内也是一片浮躁之风，股评人士的要务便是“推荐股票”，全国近万名从业分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

师，围绕1000多只股票，每人每天都推荐三四只股票，这种推荐还有什么意义？

（2）胜不骄败不馁。

期货市场是充满机会和蕴涵许多风险的市场。一两次机会的把握或吃一两次亏，根本无法就此认定你是一个成功者或失败者。屡战屡胜但一步错招致满盘皆输，屡败屡战但把握一次机会则大获全胜的事例屡见不鲜。“诸葛一生唯谨慎”，这里强调的是“一生”，不是一时一事，而是参与投资的全过程都必须小心谨慎、戒骄戒躁，胜不足以沾沾自喜，败也不足以悲观失望，机会多的是，赢得起也要输得起，才能在市场中活得长久。

（3）有为与无为并举。

个体投资者对整个市场而言，永远处于弱者的一方，想改变市场的走势或者与市场“对着干”，都是会徒劳无功的，从这点说，人人皆无为。但是，在对市场的判断，顺势而为的往往是少数人，如何正确判别大势走向，这一点又是可为的。

“无为无不为”，应该是一种思想境界，也是一种投资境界。无为就是看清形势，同时给自己以正确的定位，明白自己行为举止的各方面界限。顺应发展的形势，恰恰可以最大限度发挥自己的主观能动性，在无为的基础上才有最大的“无不为”。分不清“无为”与“无不为”的界线，往往进退失据，宽严皆误。

（4）保持谦虚的美德和敢于认错的勇气。

虚己。股票价格的走势不以个人的意志为转移，因此也就不能胸有成见，执著于自己的固有认识。应及时地运用有关的信息来修正自己、调整自己。不能因为自己看多，尽管市场已频繁出现转空的信号却视而不见，也不能因为自己看空，尽管市场早已发生转多的迹象却置若罔闻。不偏执，追求一种“忘我”的境界，才会更好地体察市场中细微的变化，见微知著，顺势而为，顺其自然。

敢于认错。作股指期货，判断失误在所难免。但发生错误纠正得越早越主动，因计较一时之得失却会招致重大的损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为防止错误造成无可挽回的损失，在下每一笔单之前，先认真计算好止损点，并坚决执行，来不得半点犹豫。

（5）培养灵敏的市场感觉。

在股市和股指期货市场中，每日的信息成千上万，技术指标的显示也会给出种种买卖信号。根据同样的市场信息，有人可以正确地解读，但也有人会错误地解读，运用起来更是有天壤之别。除了要深入地学习有关知识，熟悉市场的运行规律之外，还要培养起灵敏的市场感觉，也就是靠直觉迅速地作出判断。直觉是在对市场理性认识和丰富经验的基础上，有意识加以训练而培养出来的一种潜意识。比如在技术分析时，大家都会很注意价量关系，价升量增既有可能是突破又有可能是见顶出货，到底属于哪一种情形很难在理性上给出绝对的判定，完全靠直觉作判断。日 K 线图出现长长的下影线，既有可能是下档有强劲买盘，又有可能是庄家为掩护出货而作出的“骗线”，要正确判断也基本靠直觉。所以，有做股票的朋友告诉笔者：最近感觉不好，所以不敢入市。这种感觉就是对市场的细微变化无法用直觉作出判断。

二、了解游戏规则

股指期货交易虽然与股票交易有许多相似之处，但毕竟是不同的金融工具，两者的区别也是十分显著的。所以在参与股指期货的交易之前，必须对股指期货的游戏规则进行一番深入的了解和研究，切实掌握之后方可入市交易。

有关股指期货的游戏规则主要包括以下几个方面的内容：

（1）国家有关期货市场的法规规定。目前我国有关期货市场的法规有：《中华人民共和国证券法》、《期货交易管理条例》、《期货交易所管理办法》、《期货经纪公司管理办法》、《期货从业人员资格管理办法》、《期货经纪公司高级管理人员任职资格管理办法》。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（2）有关股指期货的交易规则。包括期货交易所开发制定的股票指数期货标准合约，以及期货交易所制定的股票指数期货交易规则、结算规则及有关实施的细则。

（3）有关期货经纪公司从事委托代理业务的规则。包括期货经纪公司（或证券营业部）委托代理合同书，从事股票指数期货交易的风险揭示说明书，期货经纪公司（或证券营业部）关于保证金及交易费用的收取办法，期货经纪公司（或证券营业部）对客户执行强制平仓的有关规定等等。

具备股市投资经验的投资者，在了解股指期货的游戏规则时，又可将重点放在两个方面：

一是重点认识股市与期市运作的异同点。异，即是不相同的地方，以此来了解期市操作的特点，掌握期市运作的独特规律；同，即是相同的地方，股票市场与股指期货存在联系和互动作用，认同这些联系才能把握投资机会。

二是重点认识股指期货交易的风险所在。期货交易是比股票交易存在更大风险的交易方式，对其所造成风险的“底线”有了深刻的认识和了解，才会避免发生“没顶之灾”。

三、确立“保值为主”的投资理念

提起期货市场，在许多人的概念里都是一个高风险的投机市场。殊不知，期货市场的主要市场功能并不是投机，而是“保值”。

股指期货的推出，主要为投资者提供了一种“对冲”风险的工具，从而将市场风险有效地控制在自己所能够承担的范围以内，利用股指期货“对冲”风险，主要有“套期保值”和“套利”两种方法。

套期保值，就是利用股票市场与股指期货市场价格走势的一致性，同时采取相反的交易行为（在买入股票时卖出股指期货，或在卖出股票时买入股指期货），从而将其间可能遇到的价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格波动风险“对冲”掉。

套利，就是利用股指期货在不同时期所产生的差价而套取利润的行为。从严格意义上说，套利已不属于“保值”，而是一种赚取利润的手段，但因为出现了套利机会时，风险可能发生的程度已降至最低，如果抓住套利机会基本可实现无风险获利。

所以，降低投资风险，将可能会发生的各种价格波动风险运用投资工具而“对冲”掉，这是设计股指期货的初衷，也是众多投资者热衷于投资股指期货的最重要的原因。

无疑，股指期货同样为投资者提供投机获利的机会，而且这种投机因为保证金的杠杆作用又能够发挥出“以小搏大”的效果，博得对的话可以获取暴利。这对一部分投资者来说，散发着更为诱人的“魅力”。实际上，市场中的投机者也不在少数。对在股指期货市场中进行投机的投资者，所能提供的忠告就是：投机尽管提供获得暴利的机会，但面临的风险也许更大；可以将自己一小部分资金安排进行投机，切莫在暴富心理驱动下，采取孤注一掷的方法，去承担自己无法承担的风险。



四、“看菜吃饭”，有多少钱办多少事

资金量的大小，本来就是股票市场和股指期货市场中的一项最重要的资源。资金雄厚，可以承受一个停板、两个停板甚至三个停板的冲击，坚守到市场反转的时候，还有反败为胜的机会。资金雄厚，可以将资金统筹安排，将一部分用于股票市场，一部分用于股指期货市场进行“保值”，再将一部分用于投机。资金雄厚，又可以承担较大的市场风险，进行高风险的投资，从而博取高回报。而资金不足，则不禁处处捉襟见肘，一着不慎招致满盘皆输。

因此，在进入股指期货市场之前，首先要对自己的资金状况有一个全面的考虑和安排。

（1）不足 50 万元资金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这批投资者亦即股票市场中的散户，手中的资金十分有限，承担风险的能力十分脆弱，对每一分利润的获取均很看重，一般都背负着想赢怕输的沉重负担。因此这批投资者似应主要致力于股票市场的投资。股票市场的风险与收益之比例对散户来说尚可接受，而且50万元资金投入到股票市场尚需相对集中使用，购买一两只股票方能保证有一定规模的收益。如果还想分出一部分资金进入股指期货市场则完全力不从心。

但是，在牛熊市转换的关键时刻，在大市将发生重大反转的时候，散户如有了很好的市场感觉，也不妨组织部分资金去投机一把，设好止损价位，炒一把不论输赢都走，切不可恋战。

（2）50万元至300万元资金。

这批投资者即股票市场中的中户，他们在股票市场中的操作一般是选择好一只或几只股票，资金一次性投入。投资以中、短线为主而且很少会采用投资组合的方式。他们在股票市场中的投资方式，决定了他们在股指期货市场中也会很少采用“套期保值”的方式。他们可以安排10%～30%的资金进入股指期货市场，以从事投机或套利为主要的投资方式。

但是当股市大盘出现见顶迹象的时候，为了保护自己手中股票的收益，可以在大盘高位放空股指期货，一方面保证股票的收益不受损失，另一方面如股票成功逃顶，而大盘又见顶回落之机，股指期货还可继续赚钱。

（3）300万元至1000万元资金。

这批投资者可以说得上是股票市场中的大户了。但是，即便是大户，已熟练掌握运用投资组合的也不在多数。大户的投资方式或是利用某些庄家的关系，或是运用某些消息，想方设法“跟庄”、“贴庄”。有这样一批资金在手，在股票市场中只要不做过于冒险的操作，坚持用大部分的资金选好个股作中长线的投资，用小部分资金作短线，一年的回报基本是可以保证的。除非遇到重大的长期的利空消息和较大的熊市，一般的风浪难不住这些资金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在股指期货市场中，这批投资者可以尝试作“套期保值”，在购买一定组合的股票之后，在股票指数的适当高位卖出股指期货。一方面将已有的利润套住不至于损失，另一方面则不断利用手中股票组合中个股与大盘的差别关系进行高抛低吸而盈利。可以说在一个“平衡市”中，用这种方法赚钱是再舒服不过的了。如果市道转为牛市，则将股指期货平仓了结，坐等股票上涨；如果市道转为熊市，则将股票抛干，笑看股指期货下跌。

股指期货，为这种级别的资金无疑提供了一把锁定风险、保证盈利的保险锁。但是也不可大意，一是所选择的股票组合的β系数之和要基本稳定，与大盘的律动基本保持一致，对其中出现异动的个股及时获利了结，再重新选进另一只个股补进。二是在资金运用时要分配得当。在大盘相对比较平稳时可用70%的资金做股票，30%的资金做股指期货；在大盘振荡加剧时，应增加做股指期货的资金。三是购买的股票金额要与卖出的股指期货金额匹配得当，并留出足够的现金，以应付股指期货追加保证金之需。四是要根据股市“转牛”或“转熊”的确认及时调整操作策略。

（4）1000万元以上的资金。

拥有这个级别的资金，基本上可称为证券市场的“职业炒家”或者是机构。他们投资于股市，决不是仅仅追求一般的回报，而是千方百计地争取实现其投资收益的“最大化”，而且他们也往往有能力实现其“最大化”的野心。

股指期货的推出，对这种资金无疑提出了一种新的挑战。在此之前，他们在股市中的风险要远远小于其他中小资金，他们所拥有的资金实力、社会关系、信息资源以及专业的操作技巧，都是中小投资者远远不可及的。这种资源优势，在某只或若干只个股中，使他们取得了优越的生存条件以及盈利能力。可是在股指期货市场中，他们的资源优势却大大地打了折扣。试想一下，在一个小池塘中，一两只“大鳄”完全可以称王称

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

霸；但在一个大池塘中，成千上万只“大鳄”称勇斗狠，谁敢说自己是“霸主”？

如果不参与股指期货市场，他们可能遇到的风险也比过去大得多。对股指期货作用于股票市场的种种影响只能被动应付，而失去了主动利用其回避风险的机会，其险可知。因此，对于这种资金来说，不是是否参与股指期货交易的问题，而是如何正确在股指期货市场中给自己定位的问题。

这种资金不可避免地出现分化，不少原来对个股价格有决定性影响的资金会退而求其次，顺着大势开展“套期保值”。但他们会在股指发生逆转的时候，加大对股指期货的投资力度，以追求丰厚的投机回报。不过也有少数超级大户，以其雄厚的资金实力及丰富的信息资源，对股票指数施加自己的影响。比如对某几只权重股票的重仓持有，以影响这几只股票价格而达到影响股票指数的目的。这些超级大户，最重要的操作理念便是“借势而为”，在长期的运作中以构筑对自己有利的态势，把握住市场机会，以短促而有力的资金操作，迅速地扩大“势能”从而一举扭转大市的运行方向，使自己成为“转市”的最大受益者。原来深沪两市中的深发展（0001）、四川长虹（600839）等几只股票，就因为自己在深沪股市指数体系中的特殊地位，多次被主力庄家用作扭转大市的“龙头股”，在好几次大市由“熊”转“牛”中发挥了特殊的效能。

在股指期货中，由于权重的分散，像深发展和四川长虹这种特殊权重的股票应该没有了。但是，由于中国股市的历史原因，个股流通盘普遍偏小，尽管2000年以来发行了几只如浦东银行、民生银行、宝钢股份、中国石化这样的超大盘股，但数量毕竟太少，这几只股票在股票指数中的权重仍会比较突出，也为超级大户操控股票指数提供了机会。

（5）机构大户。

这里所指的机构大户，并不是一般的以法人资格参与股市运作的机构，而是特指一批以资金运作为主要经营业务的专业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机构，包括各类投资基金、券商和其他在股市中坐庄的实力机构。这些机构，讲得不好听的一句话，就是专门吃“股市”这一碗饭的。在股市中，它们要资金有资金，要政策有政策，要消息有消息，要人才有人才，长期以来皆立于不败之地。除了原来的万国证券以及后来的中科系、亿安科技庄家，因为胃口撑得太大，自己把自己撑坏了以外，鲜有消化不良的时候。即便是被套，也不用着急，总有被救的一天。

推出股指期货，对机构大户总的来说是利多弊少。因为对冲机制和套期保值、套利的功能的存在，机构的资金安全更多了一分保障，但这只能建立在获得合理利润的前提下。如果想获得超额利润甚至暴利，机构大户则要冒比较大的风险，而且风险要远远超过原来在股市中坐庄的风险。

如果说，机构大户在股票市场中，因为买卖时机掌握不当甚至是逆市而为的情况下，可能面临被套的风险。而在股指期货市场中，因为买卖时机不当或看错了方向，面临的就不仅仅是被套，而是要每日不断地追加交易保证金，如后续资金不足则被迫要斩仓割肉。这种一般散户在股市中遭受的痛苦，将会强加到机构大户的头上。

因此，机构大户在股指期货市场中，也必须收敛自己的霸气和傲气，小心翼翼、谦虚谨慎地去研究市场，追随市场，顺势而为。否则，灭顶之灾的风险也不是不可能发生的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十二章

股指期货的套期保值

能否有效地实行套期保值，是指数期货的生死之地、存亡之道，不可不察也。不能实现套期保值，期货市场也就失去了存在的价值。而套期保值的本质，就是出让一部分预期利润，同时将市场风险一并转让出去。

券商承销股票、开放式基金的运作、投资股票的机构基金，运用套期保值转移风险，就可以弥补运作机制上的缺陷。

动心忍性，是套期保值者需要修炼的功夫。牺牲利润的最大化，从而争取风险的最小化。

股指期货作为一种金融衍生产品，其基本的设计思想，便是回避股票市场中可能发生的风险，尤其是对市场造成整体影响的系统风险。其回避市场风险的运作机制就是将股票市场与期货市场结合起来的对冲交易。

由此可见，在股指期货市场中大量发生的，占未平仓合约总额中大多数的，应该是套期保值交易。

套期保值是指在证券市场中，利用两种以上的金融工具（如股票现货和股指期货）或同一种金融工具（如股指期货中不同时期的交易合约）所产生的各种差异性，采取同时买和卖的组合交易，达到锁定风险、套取差价利润目的的行为。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

套期保值是期货市场中最常见的亦是最有效的一种交易方式，国外一般大的企业或机构，往往利用套期保值交易以实现规避未来不可预见的风险，而保持正常经营利润的目的。

如 A 进出口公司与 B 公司签订一批以美元为计价单位的销售合同，规定 6 个月后 A 公司向 B 公司出售 5000 万美元的商品。但生产该品种的部分材料却需要进口解决。所以 A 进口公司与 C 公司签订一批 3 个月后 2000 万美元进口原材料的合同。

为防止在此期间可能发生的汇率风险，A 公司便在期货市场做出外汇期货的套期保值交易：

（1）买入 3 月期 2000 万美元期货。

（2）卖出 6 月期 5000 万美元期货。

当 3 个月后，如美元现汇上涨，但 A 公司早已购入期货，不会受现货上涨而影响成本增加。如美元现汇下跌，而 A 公司则购买更便宜的现汇以支付进口所需。然后将 3 月期的美元期货平仓了结，以对冲风险。

当 6 个月后，美元汇率如继续下跌，以美元交货的商品面临汇率损失，但因为 A 公司早已卖出 6 月的美元期货，汇率下跌会从期货交易中形成利润，从而弥补商品出口的美元汇率损失。如美元汇率转跌为升，以美元出口的商品会发生美元升值的额外收益，正好弥补卖空美元期货的损失。

同样的方法也可运用到股票和股指期货交易中来。

一、证券承销商对套期保值的运用

证券承销商在承销某个上市公司的股票时，可能遇到的风险是：当确定按某发行价格承销某只股票时，却遇到股票指数下跌，影响到按承销价格无法发行股票，只能将发行不出去的股票放在手里而面临更大的承销风险。

如果运用套期保值的方法，则可避免这种风险。就是当确定包销某上市公司股票时，承销商可事先卖出股指期货。如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票指数上涨，说明市场对股票的需求增加，该承销商可在原发行价格的基础上适当加价而售出股票，赚取的超额利润可弥补因对冲股指期货交易而发生的亏损。如果股票指数下跌，说明市场对股票的需求减少，该承销商可在原发行价的基础上适当减价而售出股票，股指期货的对冲交易发生盈利，正好弥补减价发行股票所造成的损失。

举例说明：某证券公司决定包销某上市公司 1000 万股股票，发行价格确定为每股 5 元，需资金 5000 万元。

该证券公司在股票指数 2000 点时卖出 500 张股票指数期货合约（合约规定每点指数为 50 元）。

期货合约价值为：50×500×2000＝5000（万元）

当发行股票时，如股票指数上涨至 2050 点，

则合约价值为：50×500×2050＝5125（万元）

按该价值买入以对冲前面所卖出的合约，发生亏损 125 万元。

因股票指数上涨，股票可以加价发行，将原定每股 5 元提升到 5.13 元，发行总额为 5130 万元，比原定目标盈利 130 万元，正好可弥补股指期货交易所造成的亏损。

或当发行股票时，如股票指数下跌至 1950 点，则股指期货合约价值为 4875 万元，按此价值买入以对冲前面所卖出的合约，发生盈利 125 万元。

因股票指数下跌，股票需减价发行，将原定发行价从每股 5 元减至 4.88 元，发行总额为 4880 万元，比原定目标减少 120 万元，而股指期货交易的盈利正好弥补该项损失。



二、指数基金对套期保值的运用

指数基金是专门以股票指数为投资对象的证券投资基金。在我国，已经批准的指数基金有普丰、景福、兴和等基金，随着股指期货的推出，将有更多的指数基金上市。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数基金的运作方式与其他证券投资基金不同。一般证券投资基金可以根据自身对上市公司股票的研究，随机确定自己的投资组合。而指数基金则是专门针对股票指数的样本股进行投资，而且购买样本股股票的数量与该样本股在股票指数中所占的权数相匹配。

比如，某股票指数含有 A、B、C 三只样本股，流通总市值共 10 亿元，指数水平设为 100 点。其结构如下：

	流通股数量	股价	流通市值	权重
A 股票	3500 万	12 元	4.2 亿元	42%
B 股票	5000 万	6 元	3 亿元	30%
C 股票	7000 万	4 元	2.8 亿元	28%

如有一个 5000 万元规模的基金，规定其中 60%的资金必须进行指数基金操作，该如何购买股票呢?

首先，确定指数基金运作规模：

5000 万×60%=3000（万元）

根据股票指数样本股的结构购买股票：

购买 A 股票：3000 万×42%=1260（万元）

购买 B 股票：3000 万×30%=900（万元）

购买 C 股票：3000 万×28%=840（万元）

根据当时的股价，我们便可知道该指数基金的投资组合为：

A 股票：105 万股

B 股票：150 万股

C 股票：210 万股

采用指数基金运作的好处是显而易见的。如果股市是处于牛市，那么就可以充分享受股票指数上升而带来的收益。无论股指样本股个股股价如何变化，只要股票指数是上升的，基金的收益也是上升的，而且收益上升的幅度与指数上升的幅度完

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全一致。

同样，指数基金的风险也是显而易见的。如果股市处于熊市，那么股票指数的下跌，将直接带来收益的损失。无论股指样本股个股股价如何变化，只要股票指数下跌，基金收益也是下跌，而且收益下跌的幅度与指数下跌的幅度完全一致。

如果利用股票指数期货，指数基金可以防范运作中可能出现的风险。举上面指数基金投资组合为例，假设 3 个月后，股价变动如下：

	流通股数量	股价	流通市值	升(跌)幅
A 股票	3500 万	15 元	5.25 亿元	+25%
B 股票	5000 万	7 元	3.5 亿元	+16.7%
C 股票	7000 万	4.5 元	3.15 亿元	+12.5%
合计			11.9 亿元	+19%

指数升跌：+19 点

该指数基金的市值变化如下：

	占有股数	股价	市值	升(跌)幅
A 股票	105 万	15 元	1575 万元	+25%
B 股票	150 万	7 元	1050 万元	+16.7%
C 股票	210 万	4.5 元	945 万元	+12.5%
合计			3570 万元	+19%

这时，经分析大盘有见顶回落的可能，为保住收益不致损失，该指数基金决定利用股指期货套期保值，在指数 119 点时卖出 6000 张股指期货合约。

期货合约价值为：$50\times119\times6000=3570$（万元）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果然，大盘出现了调整，各股票价格均出现下跌，股价变动情况如下：

	流通股数量	股价	流通市值	升(跌)幅	指数
A 股票	3500 万	13.5 元	4.725 亿元	−10%	
B 股票	5000 万	5.8 元	2.9 亿元	−17.2%	
C 股票	7000 万	3.8 元	2.66 亿元	−15.6%	
合计			10.285 亿元	−13.6%	102.8

在这一波下跌中，股票的流通市值减少 1.615 亿元，跌幅 13.6%，股票指数也从 119 点跌至 102.8 点。

指数基金的损失如下：

	占有股数	股价	市值	升(跌)幅
A 股票	105 万	13.5 元	1417.5 万元	−10%
B 股票	150 万	5.8 元	870 万元	−17.2%
C 股票	210 万	3.8 元	798 万元	−15.6%
合计			3085.5 万元	−13.6%

在这一轮下跌中，指数基金拥有股票的市值减少 484.5 万元，跌幅同样为 13.6%。但是，因为指数基金已经卖空股指期货合约，在下跌中表现为盈利，足以弥补股票组合中的市值损失。

这时的期货合约价值为：

50×102.8×6000=3084（万元）

与前面卖空合约对冲的结果：

3570 万−3084 万=486（万元）

盈利正好弥补股票市值的损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由此可见，有了股指期货这一工具，指数基金一改以往只有等股票指数上涨才能盈利的被动局面，有效地回避了股价下跌所造成市值损失的风险，因此指数基金才能成为投资大众可信赖的投资工具。



三、开放式基金对套期保值的运用

开放式基金与封闭式基金在运作方式上有很大的不同，封闭式基金筹足资金后在协议期间是封闭运作，基金持有人不能直接向基金管理公司赎回，但可以在股票市场进行转让变现。开放式基金却不同，资金的筹措和赎回均为开放式的，投资者随时可从设立在银行的基金销售点申购或赎回基金。

由于资金不能封闭运作，开放式基金的管理人比封闭式基金管理人多了一道赎回风险，就像银行发生的“挤兑”一样，也许原来银行的经营很正常，但只要一发生“挤兑”，银行正常的经营秩序就会打乱，甚至引发银行的资金链条崩断，出现重大的债务危机，严重的会造成银行破产。开放式基金同样会面临这种局面。一旦基金持有人纷纷要求赎回变现，恰在此时又碰到证券市场遭遇熊市（这两种情况相遇的概率很大），基金管理人只好在证券市场上杀跌变现，一来可能会给自己带来严重的经营亏损，二来还可能在证券市场上引起连锁反应，造成证券价格的进一步下跌。反过来这种证券价格下跌的趋势，又会加剧基金持有人的变现倾向，从而陷入恶性循环。

利用股指期货，开放式基金的管理人可以回避赎回风险。

当股票指数有可能形成头部进入调整的时候，开放式基金可以事先卖空股指期货。如果大盘果然出现调整，基金持有人要求赎回变现时，基金可以抛售部分股票变现。这时因基金抛售而引起股票指数下跌，卖空的股指期货便可盈利。

当然，如果在大盘未出现调整时要求赎回变现，对开放式基金并不会构成变现压力，因为当大盘上行，股票价格上涨时，



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金的净值也在增加，这时候变现相对容易得多。一般情况下，这时面临的不是变现压力，而是相反，投资者不仅不会变现，反而可能追加资金继续申购基金。基金管理人这时收到的现金，面对着天天上涨的股价，处于“两难”的选择，如果购入股票，不但增加持股成本，而且要承担股市调整的风险；如果不购入股票，手中的现金只能闲置，会摊薄基金净值。

利用股指期货，可以解决基金管理人以上的“难题”：如果这时大盘在高位振荡，基金管理人可以运用手中充裕的现金，在股票市场和股指期货市场之间做“套利”交易；如果大盘继续稳健上行，基金管理人可以在继续卖出基金份额的时候，适当在股指期货市场上“买空”，为高成本购入的股票作“套期保值”，锁定购入股票的成本；如果大盘出现回调迹象，则可以在股指期货市场上加大“卖空”的力度，在“套”住股票既得收益的同时，为抛售股票变现作好准备。



四、投资者对套期保值的运用

投资股票的机构和大户，为了回避股票市场中经常发生的价格波动风险，可以运用套期保值这一工具保证股票收益。比如有一机构投资者，在 5 月份经过研究发现某只股票具有投资价值，准备购买 10 万股该股票。可目前手中现金紧张，预计一个月后才能筹集现金。但是又预测这个月中股票价格将会上涨，如等到一个月后购买该股票更会造成自己购买成本的增加，加大经营风险。所以他采取套期保值的方法。

5 月 7 日，该只股票价格 16.8 元，而 6 月份的股指期货合约为 1850 点。因此，他决定先期买入 18 张 6 月份股指期货合约(18×50×1850＝166.5 万元)。

6 月 16 日，该投资者筹集到准备购买股票的资金 168 万元。而这时股票价格果然已上涨 10%，达到每股 18.48 元，因此而增加成本 16.8 万元。因为这时 7 月份股指期货合约价格也上涨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10%，达到 2035 点，所以该投资者以 2035 点的价格卖出 18 张 6 月份合约（18×50×2035＝183.15 万元），盈利 16.65 万元，正好弥补因股票价格上涨而造成的资金缺口。

有的投资者希望长期持有某只股票，以享受该上市公司良好的成长性而带来的分红收益。特别是一些拥有雄厚资金的企业和投资基金，它们大量购买某只股票之后，可能会进入前 10 名股东的行列，如果想抛出自己持有的股票，甚至会引起该只股票的狂跌使自己遭受损失。

利用套期保值的方法，投资者可以保证自己的收益并避免损失。

例如，某机构在 1 月份以平均每股 8 元的价格持有某上市公司 600 万股股票，共用去资金 4800 万元，该机构希望持有该种股票 6 个月以上。为防止这段时间内股价波动风险，决定利用股票指数期货进行套期保值。这时 6 月期的股指期货为 2500 点。经过计算，他们在这个点位卖出 384 张 6 月期股指期货合约（合约价值为：50×2500×384＝4800 万元）。

6 个月后，股票指数下跌 8%，为 2300 点。同时，该机构持有的股票亦下跌 8%，为每股 7.36 元。期间尽管享受了上市公司每股送红利 0.1 元的收益，也无法抵消因股价下跌而造成的损失。不过因为做了套期保值，使这笔损失得以避免。

该机构现有股票市值＝7.36×600 万＝4416（万元），对比买入时的市值亏损 384 万元。

该机构按市价买入 384 张股指期货合约：

买入期货合约价值＝50×2300×384＝4416（万元）

对冲原来卖出的期货合约，盈利 384 万元，正好可以弥补股票价格下跌而造成的亏损。

这里介绍的只是一种保住自己的利益不受损失的一种最基本的方法。投资股市的人，目标却不仅仅是保值，关键是要盈利。实际上，运用套期保值的方法，给投资者提供了许多在保值基础上的盈利机会。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仍以上面所举例子来说，该机构持有股票和期货合约有6个月的时间，在这6个月的时间内，股票指数不可能只涨不跌，也不可能只跌不涨，而一定是涨中有跌或跌中有涨，股票指数也是波浪式运行的。利用好这些波段，投资者可以从涨和跌之间盈利，如股指上涨，接近一个阶段顶部时，可以抛出部分股票盈利；当股指越过顶部而下滑至阶段底部时，可以对冲部分股指期货合约盈利，并且重新购入股票补仓。如此几个波段下来，盈利已经十分可观了。

做波段是许多股市中操盘高手所热衷的一种手法。其中最困难的一点是对阶段顶部或者底部的确认。往往是待确认下来下决心进行操作时，行情已走出去一大截了。用套期保值的方法做波段，一是多了一种利用股指期货在大盘下跌时盈利的手段，二是避免了确认顶部或底部的困苦，因为自己早就有“货”在手，看到好价钱卖出就赚钱，不存在被“套”的威胁，做波段便会从容许多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十三章

套期保值的操作方法

对冲交易，是实现套期保值的基本操作方法。对冲，指的是交易者在期货市场上采取与现货市场相反的买卖行为，而将市场价格波动的风险同时也将部分利润转给其他交易者的交易行动。



一、套期保值的对冲交易

对冲交易的基本前提就是，市场上商品价格是根据供求关系自由竞争而产生的。所以，现货价格和期货价格在同一地点、同一时间、同一交易条件下，价格的波动会朝着同一个方向，也就是说，现货价格上涨时，期货价格也会上涨；反之，现货价格下跌时，期货价格也会下跌。而对冲，则是在现货市场和期货市场同时（当然在具体操作中，会有意利用时间差）做出相反的买卖行为，换言之，也就是在现货市场做多时，在期货市场做空；在现货市场做空时，在期货市场做多，不论今后市场朝什么方向发展，都没有风险。所以，对冲的英文是“Hedge”，原意就是“两面下注”的赌场用语。

既然是“两面下注”，那么，不管揭开宝盅的结果是“开大”还是“开小”，都会有一注赢钱，另一注赔钱。对冲的目的



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也就是“保值”而已。

只求“保值”，似乎失去在证券市场投资的意义。因为每一个到证券市场投资的人都是为赚钱而来，如果“保值”，不如放在银行里最保险。其实，这正是证券投资与赌博根本不同之处。赌博纯粹是金钱从一个口袋到另一个口袋的流动，其中不会产生任何新的价值。证券投资表面上也表现为钱从一个口袋流入另一个口袋，但其本质上是为上市公司提供资金支持，而上市公司筹集资金之后会投入到生产领域，产生新的价值，又通过红利的形式对股东进行分配。所以股东只要回避股票价格波动的风险，便可以享受上市公司业绩成长所带来的收益。套期保值还有一个含义就是，在“保值”中即含有一块利润，如证券商承销股票的回佣、投资股票的部分收益等等，这便是在证券市场中求得“保值”的意义。

这也是一般意义上的“保值”，而在实际操作中，投资者可以运用自己的专业知识，通过对股票指数走势的准确判断，利用时间、空间的差异预测价格变化的方向，以及基差可能发生的变化，采取科学的对冲方法，在“保值”的基础上实现超额利润完全是可能的。

1. 卖出对冲。

卖出对冲，又称为卖期保值、空头对冲。它是指交易者在期货市场上先出售期货合约，取得空头部位来保护现货市场的多头部位，以避免价格下跌的风险而进行的保值行为。

做出卖出对冲的决定，是建立在预测今后大市下跌的可能性上面。

基差的走势，是从负值到正值，从升水逐渐过渡到贴水，并逐步扩大，渐渐走强，市场对后市逐步看空。

做卖出对冲的具体时机把握，可以从下面几种情况中作出判断：

——期货价格下跌，现货价格不变；

——期货价格不变，现货价格上涨；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

——期货价格上升，现货价格同样上升，但涨幅更大；

——期货价格下跌，现货价格虽同时下跌，但跌幅较小；

——期货价格从现货价位之上朝下突破下行。

从这几个栏目中我们可以看到，任何一栏中期货价格均比现货价格走得更弱，说明市场对后市悲观，看空气氛浓重，选择这种时机做卖出对冲，有可能盈利。

例如：某投资者在2月18日股票指数2100点时买入100万元股票，他判断股票将有一个上涨行情，但为了防止股票下跌而造成亏损，他看到3月份股指期货有20点的基差，便同时在2120点的价位上卖出100万元的股指期货。到3月18日股票指数上涨120点到2220点，但这时3月份股指期货的基差收窄，仅上升110点到2230点。他认为后市将走弱，便卖出股票的同时买入股指期货进行对冲。

对冲的结果是股票上涨120点所赚的钱应比股指期货上升110点亏损的钱要多，在保值的基础上还有盈利。

假如出现另一种情况，2月18日买入股票及卖出股指期货之后，股票不涨反跌，到2月26日，股票指数跌去60点，到2040点，但股指期货的跌幅更大，跌去70点，到2050点，基差从负值（升水）20点变为10点。他在卖出股票的同时也买入股指期货对冲平仓。

对冲的结果是股指期货跌70点所赚的足已弥补股票指数跌去60点所造成的损失。

也许有人会说，你在这里列出的条件都是对对冲有利的。为什么股指期货的跌幅一定大于股票指数的跌幅呢？如果股指期货跌幅只有60点甚至50点又怎么办呢？这种可能性完全存在，但出现这种情况就说明，基差仍维持在20点甚至30点，市场对后市仍然看好，股票指数仍可能止跌回升。股指回升则意味着股票将减少损失甚至盈利，对冲交易仍可保证不赔钱。

特别是进入3月份后是股指期货结算月，到最后结算的时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

候，因为是以股票指数的实际位置进行结算，基差最终被消灭，原来做卖出对冲时套住的20点基差升水，不论大盘朝什么方向运动都会带来盈利。

2. 买入对冲。

买入对冲，又称买期保值或多头保值。它是交易者在期货市场上买进期货，持有多头部位来保障其在现货市场的空头部位，以避免价格上涨的风险而进行的保值交易。

做出买入对冲的决定，是建立在预测今后大市上涨的可能性上面。

基差的走势，是从正值到负值，从贴水逐渐过渡到升水，并逐步扩大，渐渐走弱，市场对后市逐渐看多。

做买入对冲的具体时机把握，可以从下面几种情况中作出判断：

——期货价格上涨，现货价格不变；

——期货价格不变，现货价格下跌；

——期货价格上涨，现货价格亦上升，但涨幅较小；

——期货价格下跌，现货价格亦下跌，但跌幅较大；

——期货价格从现货价格之下突破上扬。

从这几个栏目中我们可以看到，任何一栏期货价格均比现货价格走强，期货价格反映的是未来走势，说明市场对后市乐观，看多气氛越来越浓，选择这种时机做买入对冲，有可能盈利。

在股票市场上运用买入对冲的方法，其前提条件需存在卖空股票的机制。所谓卖空机制，就是交易者在手中没有股票时，可向证券公司或经纪行借贷股票先行卖出，到时再买回同等数量的股票归还证券公司或经纪行便可。如果在股票价高时卖空，等股票价位回落时再买入，赚其差价便可盈利。但做卖空股票就怕看错方向，如果卖空股票后价位不跌反升，做卖空者就要亏钱了，所以便有买入对冲的需求。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



二、套期保值需掌握的原则

原则之一：不要做同方向的对冲交易。

对冲交易最基本的方法是在现货市场和期货市场采取反方向交易。若在现货市场做多头，就必须在期货市场做空头，反之亦然。利用此法，锁定价格波动而引起的潜在损失或者浮动盈利，起到套期保值的作用。

但有的交易者认为如此反向操作，盈利水平有限，如果同方向操作，可能会有理想的回报。同方向运作，就犯了对冲交易的大忌。在现货市场和期货市场上同方向买进或卖出，假如做对方向当然皆大欢喜，但如果做错方向，后果将是灾难性的。在期货市场的历史上，曾有著名的“得克萨斯对冲”为例。在美国得克萨斯州的牧场主人，在他的牧场里养了不少的牛，但他仍在期货市场买入一些生牛期货合约，若遇到牛的价格上涨的年份，他们会有双倍回报。但若遇到牛的价格下跌，他便损失惨重。这种大起大落的风险，使牧场无法维持正常经营。此后他学会了反向操作，才有效防范了价格波动的风险，牧场的经营才走上正轨。

另一个最显著的例子，便是1995年英国巴林银行的期货操盘手里森，在东京和新加坡同时大量买入“日经225指数期货”，造成巨额亏损而引起百年老店——巴林银行倒闭的事件。

对冲交易的目的是为了保值，为了防范风险，如拿来做投机的工具，自伤的可能性很大。

原则之二：注意基差的变动。

在对冲交易的情况，因为进行了反向操作，价格波动的风险已经被锁定，剩下的就是基差变动的风险。因此，在做对冲交易时，必须注意基差的变动情况，选择有利的时机建仓和平仓。

基差因为不同的交易品种、不同的交易市场而有所不同。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但总的来说，基差的变动比价格的变动要显得稳定，并且比较容易预测。

利用基差的变动做对冲交易，一般来说也是有规律可循的。基差的变动一般出现以下六种情况：

基差为正值（贴水）
- 正值逐步扩大（贴水增加） ①
- 正值逐步缩小（贴水减少） ②

基差为负值（升水）
- 负值逐步扩大（升水增加） ③
- 负值逐步缩小（升水减少） ④

基差由负值变为正值（由升水变贴水） ⑤
基差由正值变为负值（由贴水变升水） ⑥

其中，①基差为正值，且正值逐步扩大；④基差为负值，但负值逐步缩小；⑤基差由负值变为正值，这些情形为基差走强的表现。②基差为正值，但正值逐步缩小；③基差为负值，且负值逐步扩大；⑥基差由正值变为负值，这些情形为基差走弱的表现。

基差走强说明市场上看空后市，是卖出对冲的有利时机。

基差走弱说明市场上看好后市，是买入对冲的有利时机。

另外还有一种情况值得注意，即不论基差是正值还是负值，在期货合约到期进行最终结算的时候，都会与现货价格趋同。所以，在期货合约到期月份，如果基差为正值（贴水），是买入对冲的有利时机；如果基差为负值（升水），是卖出对冲的有利时机。

比如，在期货合约到期月的某日，股票指数为 2500 点，但期货合约价格仍在 2515 点，基差仍有 15 点的负值。这时投资者做卖出对冲，在 2500 点买入股票，同时在 2515 点卖出股指期货，到最终结算日，股价有三种走势：

一种是上升趋势，到最后现、期货价格趋同时，现货的升

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

幅一定比期货要大，所以，买入股票的盈利必然超过卖出股指期货的亏损。

一种是下跌趋势，到最后现、期货价格趋同时，期货的跌幅一定比现货要大，所以，卖出股指期货的盈利必然超过买入股票的亏损。

一种是趋中，即在现货与期货之间寻找一个价位，现、期货价格趋同。在基差为负值（升水）的情况下，这时必然是股票价格上升，而期货价格下降，因此现货和期货同时盈利。

原则之三：要有积极的态度，长期在市场上运用对冲交易的方法。

对冲交易的目的是套期保值，因此不能抱着投机的心态，赚一把就走。应该制定长期的市场运作方案，尽量利用市场的每一个机会实现自己的对冲交易。

股票和期货市场都是流动性很强的市场，要在市场上完成一次对冲交易是很容易的事，问题在于对股价波动趋势的把握，选择对自己有利的时机建仓以及平仓。

在期货市场上，基差走弱是做买入对冲的时机，基差走强是做卖出对冲的时机。但在建仓之后，基差可能会走出不利于自己的变化，这时要冷静判断，根据大盘的走势灵活处理自己手中的仓位。

比如，股票指数从 2100 点走到了 2300 点，股指期货从 2140 点走到 2320 点，基差从负值（升水）40 点减少到 20 点，基差从弱开始走强，有投资者在 2300 点买入股票，同时在 2320 点卖出股指期货。如果此后基差持续走强，则股价不论朝什么方向变化，对投资者都是有利的。因为基差走强，则意味着如大盘继续上涨，则股票价格的涨幅会超过期货的涨幅，对股票做多有利；如大盘下跌，则期货的跌幅会大于股价的跌幅，对期货做空有利。

但是，如果大盘出现变化，基差没有持续走强，反过来又开始走弱，投资者便要对大盘走势进一步研判，在“走”与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“守”之间作出选择。

（1）如果基差由强转弱，大盘继续强劲增长，应果断将卖出的股指期货合约对冲平仓，留下股票任其上涨。

（2）如果基差走弱是假象，很快又趋走强，大盘跌势得到确认，应将手中的股票全部卖出，留下卖空的股指期货任其下跌。

（3）如无法判明大盘走势，可将手中的股票全部卖出及将期货合约全部对冲平仓。

（4）如果大盘陷入箱形上下振荡整理，激进的做法是利用大盘的箱顶和箱底做高抛低吸，来回赚取差价；稳健的做法是以不变应万变，直到大盘升势或跌势明朗化再作处理。

所以，做对冲交易一定要有长期的准备，了解市场运行的内在规律和不断提高对冲交易的技巧，随着时间的推移和经验的积累，对冲交易一定会给你带来可观的回报。

原则之四：现货与期货必须对等。

做对冲交易，一定要考虑到现货与期货的对等性。也就是说，当你买进 500 万元的股票时，一定要卖出 500 万元价值的期货合约。如果不对等，必然会造成防范风险的缺口。比如买进 500 万元股票却只卖出 300 万元价值的期货合约，就意味着有 200 万元股票是没有保护的。

建仓时要对等，平仓时也要考虑对等。根据一般期市理论，对冲交易的平仓行为，最好一次性全部完成。分成若干次逐步平仓，可能会给自己带来更大的风险。因为对冲交易的建仓，是股票市场和期指期货市场反向建仓，是比较容易完成的，一笔资金可以分成若干批在股市和期市对等建仓。困难的是对平仓时机的把握，不论是激进的投资者还是稳健的投资者，都是要在对自己最有利的时机进行平仓。最有利的时机往往是短暂的，一次性平仓可以最大限度地实现自己的目标。分若干次平仓，反而会遭到意想不到的风险。从套期保值的要求来说，所谓平仓就是将股票和股指期货合约同时通过买或卖对冲，从而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实现套期保值的目标。但在实际操作中，也可不必拘泥于仅仅套期保值，时机有利时，也不妨将对冲交易运作于投机。比如，在卖出对冲交易时，大盘确实有强劲增长的可能，可以先将卖出的股指期货合约全部平仓，留下股票在手任其增长；或大盘确实出现大跌，可将股票先行卖出平仓，留下股指期货合约任其下跌。当然，如此做法，也要冒投机的风险。



三、套期保值的效率与成本

套期保值的成本，主要指的是在运用股指期货进行套期保值时所付出的资金成本。包括交易成本、初始保证金和留出一部分资金以准备做追加保证金之用的成本。套期保值的成本是必须要考虑的因素。比如投资者在股票市场进行股票的组合投资，原预期的投资收益为10%。为了回避风险，同时在股指期货套期保值。假如套期保值的成本正好等于该组合投资收益的话，投资者的盈利便要落空了。

在实战中如何考虑套期保值的成本呢?

1. 交易成本。

首先，我们要考虑股票市值与股指期货合约市值之间的比率。比如，某投资者欲在3个月后购买市值1000万元的股票组合，他预计在这3个月中股票指数将上涨，为了减少因股票上涨而带来的成本增加，决定利用股指期货进行套期保值，他应如何操作呢?

假定股指期货合约规定指数每一点价值50元，目前股票指数为1500点，而该股票组合的β系数为1。

$$\text{应购期货合约份数}=\frac{\text{股票组合市值}\times\beta\text{系数}}{\text{股指单价}\times\text{股票指数}}=\frac{10000000\times 1}{50\times 1500}=133\text{（份）}$$



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$套期保值比率=\frac{股票组合市值\times\beta系数}{股指单价\times股票指数\times合约份数}$$

$$=\frac{10000000\times1}{50\times1500\times133}\approx1$$

应该说，套期保值比率接近 1 时，交易成本比较合理；大于 1，则有余；小于 1，则不足。

其次，我们要考虑资金的使用成本。那么这时的资金占用情况如何呢？我们假定交易所规定股指期货合约的初始保证金为 10%。

初始保证金＝股指单价×股票指数×合约份数×初始保证金比率＝50×1500×133×10%＝99.75 万元

假定融资成本为月息 8‰，资金占用 3 个月，则该笔保证金的占用成本为 2.4 万元（99.75 万元×8‰×3）。再加上股指期货的交易手续费（假定 1000 元），那么该笔套期保值的交易成本即为 2.5 万元，占股票组合市值的 2.5‰。

再次，我们还要考虑追加保证金的成本。仍以上例说明，假如投资者以股票指数 100 点设定止损，那么：

追加保证金准备＝股指单价×止损点数×合约份数

＝50×100×133

＝66.5 万元

追加保证金的资金占用成本为 1.6 万元（66.5 万元×8‰×3）。

该笔套期保值所需成本为：4.1 万元（2.5 万元＋1.6 万元），占股票组合市值的 4.1‰。

2. 对冲交易成本。

当套期保值结束时，我们应做一笔与原来持有的股指期货合约数量一致而部位相反的交易以进行对冲，而这时计算的成本除了一笔微不足道的交易手续费之外，主要应从套期保值的效果来看其成本的大小。

仍以上例加以说明：3 个月后，该投资者筹集 1000 万元的资金可以买进股票了，这时他便将原来持有的股指期货合约对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

冲了结。

假如在这 3 个月中，股票指数确如原来预期的在上涨，涨幅达到 5%（1500 点×5%=75 点）。他在 1575 点处卖出 133 份期货合约。

盈利计算：

买入：50×1500×133=9975000 元

卖出：50×1575×133=10473750 元

盈利：49.875 万元

扣除交易成本 4.1 万元，实际盈利 45.775 万元。

而原来市值 1000 万元的股票组合，股价也上涨 5%，现在市值 1050 万元，投资者要多花 50 万元的资金。股指期货的盈利基本可以补齐。通过套期保值，投资者大大减少因股票价格上涨而增加的成本。

反过来，假如在这 3 个月中，股票指数并不像预期的在上涨，而是下跌了 3%（1500 点×3%=45 点）。该投资者在 1455 点处卖出 133 份期货合约对冲。

亏损计算：

买入：50×1500×133=9975000 元

卖出：50×1455×133=9675750 元

亏损：29.925 万元

扣除交易成本 4.1 万元，实际亏损 34.025 万元。

而原来市值 1000 万元的股票组合也因价格下跌 3%，现在市值 970 万元，投资者可以比原来少花 30 万元购入该组合。少花的资金基本可以补齐股指期货所造成的亏损。

在该笔套期保值中，成功的关键在于股票组合的 β 系数没有发生变化。如果发生变化，将直接影响套期保值的成本。

第一种情况是该股票组合在大盘上涨时，走势逞强，β 系数从 1 变为 1.2，即大盘上涨 5%时，股票组合市值却上涨 6%，现在要多花 60 万元才能如愿购入该组合。不过投资者也有选择，如果他们仍然看好后市，可以适当调整购入的股票组合，将增加的成本控制在 45 万元以内。如果他们对后市看不准，也可以暂缓购入股票，但闲置在手的 1000 万元资金也构成了资本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

占用成本的压力。

第二种情况是该股票组合在大盘下跌时，走势坚挺，即大盘下跌3%时，股票价格仅下跌2%，对比股指期货的亏损，同样要增加成本才能购入该股票组合。

上述两种情况虽然都会增加套期保值的成本，但实践告诉我们，所选择的这个股票组合若属于强势股，只要维持强势不变，尽管增加一些成本，投资下去取得较理想的回报仍是可能的。

第三种情况是，当大盘上涨时，股票组合的市值跑慢于大盘，因此股指期货的盈利将大于股票市值增长的幅度，从而进一步降低购买股票的成本。

第四种情况是，当大盘下跌，股票组合的市值弱于大盘，超出大盘的跌幅，购入股票所减少的成本也会超过股指期货的亏损。

上述两种情况下，套期保值的结果都是造成成本的进一步降低。但是所要顾虑的是，原来所选择的股票组合已经由强势转入弱势，需要进一步评估是否有继续投资的价值。

3. 如何评估套期保值的效率。

总体来说套期保值的效率就表现在如何用最低的成本实现最佳的保值目标。

为了有效地提高套期保值的效率，在具体操作中应掌握好以下几个环节：

（1）明确套期保值的目标。套期保值的目的就是力图实现投资者在股票投资中的无风险收益。证券承销商运用套期保值，为的是回避股票发行过程中的价格波动风险；投资者运用套期保值，为的是控制在购买股票过程中的成本增加。如果这些目标都顺利得到了实现，便可说明套期保值是高效率，反之便是低效率甚至是无效率。

（2）正确选择套期保值的时机和交易部位。选择时机须立足于对大势走向的正确判断。如果判断大盘将维持升势，在股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指期货应选择多头的部位，即买入期货合约；如果判断大盘将出现跌势，在股指期货应选择空头的部位，即卖空期货合约，待股指跌至底部的时候，将期货合约对冲掉，同时买入股票。

当大势不明朗或股指在横向盘整的过程中，除非可以判明下一步的发展趋势，否则应谨慎从事，不要盲目在股指期货上做多头或空头。因为在期货上选择了错误的交易部位时，天天面临着亏损，考虑的都是如何止损的问题，对买入股票的时机也往往无法掌握，整个投资组合都将陷入被动。

（3）控制好交易成本。控制交易成本的关键是掌握股票与股指期货头寸之间的匹配关系。股票市值与期货合约市值的比率接近“1”为优。这里面的动态指标就是β系数。在推出股票指数期货交易的初期，也许并不存在一个成熟的β系数系统可供参考，因此，选择的股票应优先选择进入指数样本股中的蓝筹股以及强势股。

投机性强的所谓“黑马股”在考虑套期保值中并不是理想的对象。除非有实质性的业绩大幅提升，“黑马”可以转变为“白马”，否则这类股票与股票指数之间β系数便会处于十分不稳定的状态，从而也会加大套期保值的交易成本。

（4）设好止损点及留足机动资金以备追加保证金。为了控制交易中的风险，所有期货交易都必须设定止损点位。当然如套期保值的期货合约头寸遇到止损而平仓出局的话，也就意味着套期保值的失败。

所以应科学地设立止损点。既要能有效地减少交易风险，又要防止因此损点过浅而被轻易振荡出局。套期保值所设立的止损点，与一般指数期货投机所设止损点又有不同。因为套期保值是期货与现货的套做，期货出现亏损时，现货的交易反而比较有利。所以期货的止损点位可以适当地加宽。至于具体如何设立止损点，后面有章节将专门进行探讨。

设立止损点位之后，便要预先留出机动资金以备追加保证金之需。虽然未到止损点位，但保证金难以为继，期货合约同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样会被强制平仓，这是期货与现货最不相同的地方，初次涉及股票指数期货交易的朋友必须时刻牢记。

以上关于套期保值中成本与效率问题的介绍，同样适用套期图利交易，其原理完全相通，就不再赘述了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十四章

股指期货的套期图利

套利交易是股指期货最常见的投机行为，同时也是变化最多、手法最多样的操作方式。它最吸引人的地方在于，既是一种投机，又将大部分的风险转移出去。

牛市套利、熊市套利、多头套利、空头套利、蝶式套利，市场中每时每刻都在提供各种套利机会，给人以丰富的想象和无穷的创意。“水无常势”、“兵无常形”，“运用之妙，存乎一心”，掌握套利的基本规律，随手拈来期市中可资利用的种种套利题材，投资者可以编织出一组组绚丽夺目的投资组合，使人目不暇接，眼花缭乱。

套期图利，一般简称为“套利”，指的是利用现货和期货市场以及期货市场中的不同时期合约出现差价的时候，同时做出买入和卖出的交易而获利的交易行为。在进行套利交易时，交易者注意的是合约之间的相互价格关系，而不是绝对价格水平，他们买进自认为是“便宜”的合约，同时卖出那些“高价”的合约。如果价格的变动方向与当初的预测相一致，交易者即可从两合约价格间的关系变动中盈利。

比如，某交易者 2 月份预测股市将在 4 月份见顶，但市场上却仍然没有对此作出反应，4 月份合约价格为 1800 点，5 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

份合约价格为2100点。因此他决定买入10张4月份合约，同时卖出10张5月份合约。一个月（3月）之后，市场果然如他所料，4月份合约价格上涨300点到2100点，5月份合约因为做空的气氛越来越浓，放慢了上涨的步伐，仅上涨100点到达2200点。该交易者决定获利了结，卖出10张4月份合约，买入10张5月份合约，以对冲前期的交易。

对冲结果：

		价位	数量	价值	盈亏
4月份合约	买入：	1800点	10张	90万	+15万
	卖出：	2100点	10张	105万	
5月份合约	卖出：	2100点	10张	105万	−5万
	买入：	2200点	10张	110万	

两种合约的套利结果是盈利10万元。

也许有人会有疑问，既然预测4月份见顶，为什么要做套利，何不干脆只买入4月份合约更好。当然，如果你对自己的预测有十足的把握，肯定只需如此操作。问题是你对自己的预测并没有十足的把握，做套利可以将风险降到最低程度。

我们不妨将以上例子多做两种假设：

假设1：大盘提前于3月份见顶。

3月份见顶，意味着4月份合约的价格不升反跌，从买入的1800点跌到1700点。但是因为对后市不看好，5月份合约的价格会跌得更快，从2100点跌到1900点。

对冲交易的结果：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

		价位	数量	价值	盈亏
4 月份合约	买入：	1800 点	10 张	90 万	－5 万
	卖出：	1700 点	10 张	85 万	
5 月份合约	卖出：	2100 点	10 张	105 万	＋10 万
	买入：	1900 点	10 张	95 万	

两种合约的套利结果是盈利 5 万元。

假设 2：大盘在 4 月份没有见顶，仍维持上涨。

这说明自己的预测是错误的，需保住自己不受损失。当 4 月份市场上反映对后市仍然十分看好，5 月份合约的价格上涨仍维持强势时，应及时寻机出局。4 月份合约上涨 300 点到 2100 点，5 月份合约也强势上涨 300 点到 2400 点时，及时对冲交易，平仓了结。

对冲交易的结果：

		价位	数量	价值	盈亏
4 月份合约	买入：	1800 点	10 张	90 万	＋15 万
	卖出：	2100 点	10 张	105 万	
5 月份合约	卖出：	2100 点	10 张	105 万	－15 万
	买入：	2400 点	10 张	120 万	

两种合约的套利结果是盈亏相抵。

从以上结果我们可以看到，做单边买进，我们只能应付后市的某一种发展方向，市场发生意外变化将无法应付，而如果做套利交易，则可以应付后市的多种变化，至少可以保住自己不受损失。

套期图利是股指期货市场上经常被使用的一种手法。运用套利方法时，关键是对市场发展趋势的深入研究和把握，关注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场内部的运行规律，掌握市场出现“拐点”的关键时刻。套利与套期保值的主要区别就在于，后者注重的是手中金融资产的保值或正在进行某项金融业务不至于因意料不到的风险而受到影响，通过套期保值实现回避风险和锁定利润的目的。而套利关注的是不同市场之间或同一个市场的不同品种、不同时期所出现的差价，运用套利手段将这些“差价”抓住，并使自己从中获利。

在资讯和信息传播手段不发达的时代，因空间距离的差别而造成的信息阻断经常发生。在资讯和信息传播手段高度发达的今天，因空间距离所产生的价格差已经被压缩至很小的空间，而且基本是公开和透明的。因此越来越多的人去寻找因时间推移而可能发生的价格差，并提前采取买卖行动套取差价。毋庸讳言，对市场前景的正确预测并采取成功的买卖策略成为掌握市场先机的关键。

证券市场是资讯高度集中并瞬间流传的市场，似乎从中不可能产生什么差价。但是，物极必反，超量信息在市场中快速的流动，“信息爆炸”效应在证券市场中表现得十分充分。大量信息已经远远超过人们消化吸收的能力，信息已不可能指导人们的统一行动了，市场上的分歧每时每刻都在大量产生，伴随的是截然对立的买卖行为。可以说，证券市场中每一笔买卖的成交，就是一个分歧点。成万累亿的分歧在市场中反复碰撞，搅起巨大的信息旋流，推动着人们身不由主地跟随行动。在牛市行情中，多少人近乎盲目地追高买进，似乎完全不知顶部就在前面；在熊市行情中，多少人疯狂地杀跌卖出，好像世界末日就在前面。信息碰撞的结果，造成市场形成无数价格差别，从而为套利者提供许多机会。

一、套利机会

股指期货为投资者在股票市场和期货市场之间进行套利提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

供了机会。套利，是目前国际上比较流行的赚取无风险收益的一种重要方法。套利的基本原理，就是我们利用各种计算方法以及经验数据，掌握各种证券价格之间在一般情况下的比价关系（基差），在这种正常的比价关系（基差）下，是不存在套利机会的。但是，由于证券市场的行情千变万化，各种证券价格在运动方向和运动幅度方面都会出现不一致或不同步，所以，当正常的比价关系（基差）出现改变，扩宽或收窄时，套利的机会就出现了。投资者要捕捉的，就是这些在市场上会经常出现又稍纵即逝的盈利机会。

1. 无套利定价原则的分析。

为了掌握套利机会，首先我们就要了解各种证券价格之间正常的比价关系（基差）是如何形成的，这就是无套利定价原则的分析。

我们来看一个例子：

假设在 2003 年 12 月 4 日，香港恒生指数为 12338 点，那么，2004 年 1 月份到期的恒生指数期货的当日价格应该是多少？

条件：

（1）恒指期货合约每点的价值是 50 港元；

（2）股票组合 A，与恒生指数的 β 系数为 1；

（3）交易费用等因素不计。

我们依据上述情况构造一个无风险组合：

（1）以年利率 2.8%借入现金 12338×50＝616900 港元；

（2）用借入的 616900 港元买进股票组合 A；

（3）卖出一份 2004 年 1 月份到期的恒指期货合约，假设价格为 F（t，T）。

交易日（2003 年 12 月 4 日）至 2004 年 1 月份恒指期货交割日（1 月 30 日），期间经历 56 天。交割日恒生指数的点数为 P（T）。

我们来看一下整个操作过程的现金流情况：



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	期初现金流（港元）	期末现金流（元）
（1）借入现金港元	12338×50=616900	−12338×50×[1+(2.8%×56/360)]=−619614.36
（2）买入股票组合 A	−12338×50=−616900	股票现值 P(T)×50
（3）卖出恒指期货合约的收益		−[P(T)−F(t, T)]×50
合计	0	−619614.36+P(T)×50−[P(T)−F(t, T)]×50=0

期末现金流−619614.36+P(T)×50−[P(T)−F(t, T)]×50=0，经过整理为：

F(t, T)=12338×(1+2.8%×56/360)=12392.29（点）

股票现货指数与2004年1月份恒指期货价格的基差为：

12392.29−12338=54.29（点）

从上面的例子，我们可以推导出股指期货的一般定价公式：

（1）在 t 时刻以年利率 r 借入的 P(t)×M 的现金。其中 P(t)表示当前股票指数的点数，M 为合约乘子（即每点指数所代表的价值）。

（2）用借入的 P(t)×M 现金买入与股票指数 β 系数为 1 的股票组合。

（3）卖出一份股票指数期货合约，T 日到期，假设价格为F(t, T)。

假设资金利息为复利计算，即在 t 时刻的 1 元钱到了 T 时刻为 $e^{r(T-t)}$，同时假设在持有股指期货合约期间没发生分配现金红利。这时股指期货的定价公式可简化为：

$$F(t, T)=P(t)e^{r(T-t)}$$

而股票现货与指数期货价格的基差则为：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

F（t，T）－P(t)

2. 股指期货的套利机会。

在前面的定价过程中，我们看到只要股指期货的实际价格和理论价格发生偏差，现货价格与期货价格的基差扩宽或收窄时，就会产生套利机会。如果期货价格过高，就卖空期货合约，买入指数中的股票组合。相反，如果期货价格过低，就卖空股票，买入股指期货。通过这样的头寸对冲，就能获得与股指期货价格扭曲程度相等的套利收入。

但这仅仅是理论计算，在实际操作过程中所发生的情况会比理论计算复杂得多。在理论的基差值中，有一些因素是无法作为常量考虑进去的，这完全靠经验和判断。即便发现了套利机会，套利效率也因下面因素而受到极大影响：

（1）成分股的选择难度很大。股票指数的成分股数量很多，而且权数各异，除了指数基金的操作方式以外，其他操作方法很难做到指数升跌和股票价格升跌幅度相一致。在没有一套很科学，又经受得住市场检验的β系数之前，会大大降低套利的效率。

（2）股票买卖的时滞影响。买卖众多的股票要花费一定的时间，在这段时间内股票指数可能发生价格升跌的变化，从而使套利中的成本价格发生变化。

（3）没有股票的卖空机制，将大大减少套利机会，影响套利的效果。

（4）股指期货买卖中的交易成本可能会大大超出套利获取的收益。

由于交易成本的存在，使我们在分析套利机会时要采取十分谨慎的态度。当股票指数 P(t) 与股指期货价格 F(t，T) 之间的基差变动幅度很小时，实际还不会出现套利机会。

交易成本分为三大类：第一类为交易手续费、交易印花税和佣金等直接交易费用；第二类为交易中要发生的初始保证金和追加保证金；第三类为套利交易过程中所发生的成本变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比如买卖股票和股指期货过程中因价格升跌所造成的成本变化，从而间接导致交易成本的增加，这种现象称为“买卖反弹”。

其中第二类交易成本因无法进行常量分析，但又对套利交易影响极大，故只能留待在实际操作过程中给予极大关注，充分防范风险。

如果我们记交易手续费、交易印花税和佣金等为C，记买卖反弹幅度为B(包括股票和股指期货两边)，则股指期货的无套利区间为：

$$F^e(t,T)-B-C\leqslant F(t,T)\leqslant F^e(t,T)+B+C$$

其中 $F^e(t,T)=P(t)e^{r(T-t)}$，即为股指期货的理论价格。如果股指期货的实际价格 $F(t,T)$ 落在上述区间内，则在考虑交易成本的情况下，交易者是没有套利机会的。只有股指期货价格 $F(t,T)$ 超出上述区间时，才有可能存在套利机会。

如果发现 $F(t,T)\leqslant F^e(t,T)-B-C$ 时，这说明股指期货价格被低估了。当前的期货价格 $F(t,T)$ 再加上交易成本 B+C 后，仍然低于理论值，那么可以买进期货，卖出股票组合套利。

如果发现 $F(t,T)\geqslant F^e(t,T)+B+C$ 时，这说明股指期货价格被高估了。当前的期货价格 $F(t,T)$ 减去交易成本 B+C 后，仍高于理论值，那么可以买进股票组合，卖出股指期货套利。

二、跨市套利

跨市套利就是利用两个市场所形成的价格差别而套取利润的买卖行为。

跨市套利的机会，出现在两个市场出现价差的时候，在现货市场上，这种机会是经常可以看到的。如 A 地的大米价格为 2100 元/吨，B 地的大米价格为 2210 元/吨，A 地至 B 地之间的运输及其他费用为 60 元/吨，因此 AB 两地大米的价差为：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2210－2100－60＝50（元/吨）。商人们便愿意在A地买入大米的同时在B地卖出大米。

在证券市场上，两种市场的差价也是经常出现的。比如，在股票市场和股指期货市场之间，如果正常的基差值在30点的话，那么“过犹不及”，超过30点以上或达不到30点以下部分往往意味着出现价差异动，这便是套利的机会。

举例说明：因突然性利好消息，股市和期市均作出过度反应，其中股指期货市场的反应更为激烈，上涨幅度大大超过股票市场的涨幅。经分析，该利好信息仅会短期刺激市场，不久仍会回到原来的运行轨道。这时投资者在股指2316点时买入500万元股票，同时在2420点卖出40张近月股指期货合约。10天后，利好信息被市场充分消化，股指比原来买入时仅上升50点，达到2366点，但股指期货因前段涨势过猛，现在开始回落，从2420点回到2400点，基差回复到30点左右的水平。投资者套利成功，卖出手中股票及买入40张股指期货合约对冲原来卖出的股指期货合约，股票和股指期货的交易均有获利，这是最理想的套利结果。

当然，市场的实际发展往往不会是理想的，当市场出现原来意料不到的情况时，这种套利组合仍会减少损失或仍带来利润。

一种情况是，当套利交易成交时，市场并未如原预期的那样继续上升，而是转为下跌。但原来股指期货的涨幅较大，市场转市时，股指期货的跌幅应大于股票指数的跌幅，所以跌势中股指期货的盈利一定会超出股指下跌所造成的股票的亏损。

另一种情况是，当套利交易成交后，市场继续维持强势上升。这时买入的股票虽然在赚钱，卖出的股指期货却在亏损。应该看到，股指期货已经对这轮升势提前作出了反应，基差已经从30点扩大到104点。越接近股指期货的交割期，基差将越缩小，最后将趋向零。所以，股指期货的升幅不会超过股指的升幅。只要股指的升幅大于股指期货，从股票中的盈利就可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

弥补股指期货交易中的亏损。

做这种形式的套利，关键在于选择股票必须是刚刚启动的强势股，因为只有强势股才保持了对大盘的敏感状态，大盘上涨，强势股一定会上涨，且涨幅一般会超过大盘；而大盘下跌的话，强势股的跌幅一般不会超过大盘。选不中强势股，也要选与大盘同涨共跌的中性股，而对大盘反应十分愚钝的弱势股要尽量避开。有做股票经验的人士，选一只与大盘节奏相当或稍强的股票，应该不是太难的问题。

通过对股票走势的判断，可以利用时间移动所造成的时间差进行套利。有买方套利和卖方套利两种办法。

1. 买方套利，亦称多头套利。

判断今后股票指数将有一段上升，因此先行买入股票，当股指上升到一定幅度之后，再卖空股票指数期货进行套利。

下面以 2001 年上证综合指数的走势模拟说明。

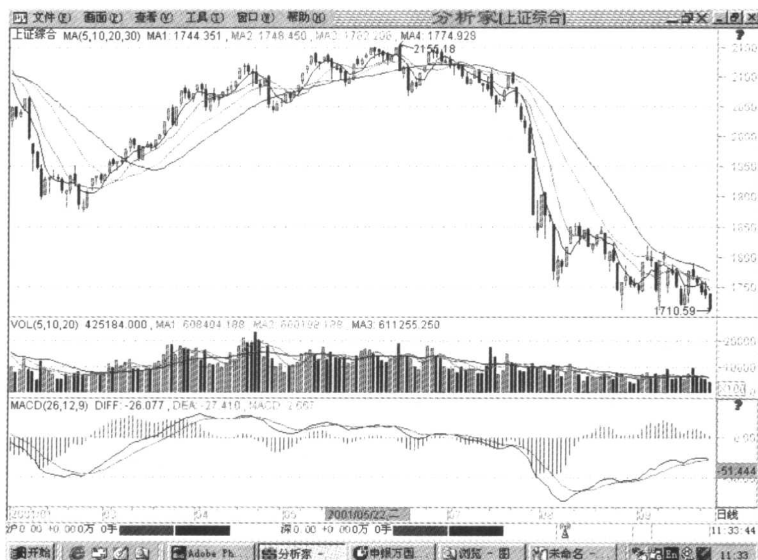


图 14－1　上证综合指数 2001 年行情走势图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当2月份已判明股指进入底部，今后股市将有一个上升阶段，可选择一些股票组合开始建仓。

某投资者选择了皖维高新（600063）、上港集箱（600018）、东风汽车（600006）为组合投资，在2月21日，以8.8元/股买入东风汽车10万股，以13.05元/股买入皖维高新8万股，以21.8元/股买入上港集箱5万股，当日上证综合指数为1909.33点。

东风汽车　8.8元×10万＝88万元
皖维高新　13.05元×8万＝104.4万元
上港集箱　21.8元×5万＝109万元

301.4万元

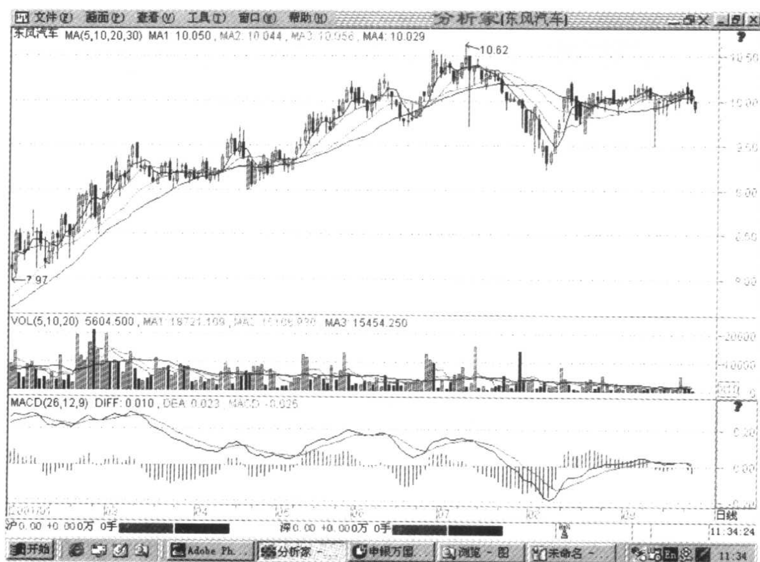


图14－2　东风汽车（600006）2001年行情走势图

运行到5月22日，上证综合指数已创出历史高位，最高达

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

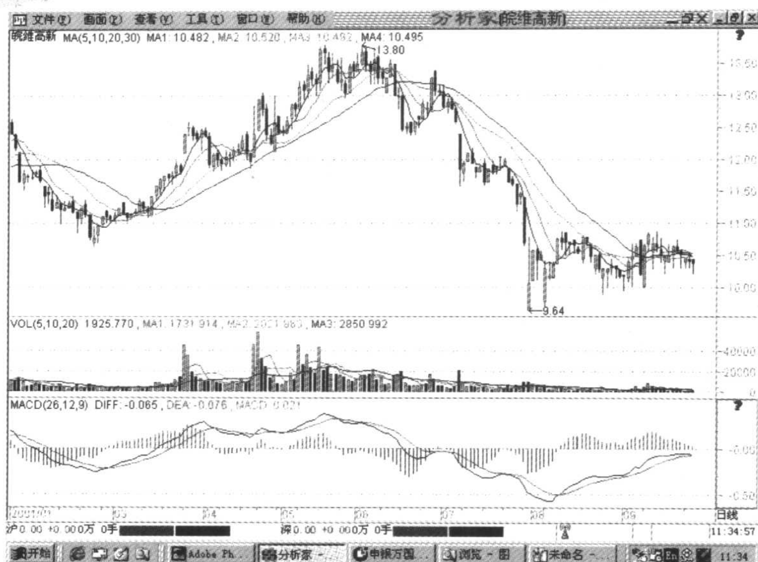


图 14－3 皖维高新（600063）2001 年行情走势图

到 2218 点，收盘 2210 点。能否继续创出新高维持强势，投资者心中无数。这一日手中股票的市值是：

东风汽车	9.18 元×10 万＝91.8 万元	
皖维高新	13.69 元×8 万＝109.52 万元	
上港集箱	24.88 元×5 万＝124.4 万元	
合计	325.72 万元	市值上升 24.32 万元

为了保住既得收益，同时又保持对后市的观望，不至于错过更大的上升行情，5 月 23 日在上证综指 2180 点时（假设基差为 100 点，5 月份股指期货合约为 2280 点）卖空 30 张 5 月份股指期货合约。

股指期货合约价值为：50×2280×30＝342 万（元）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

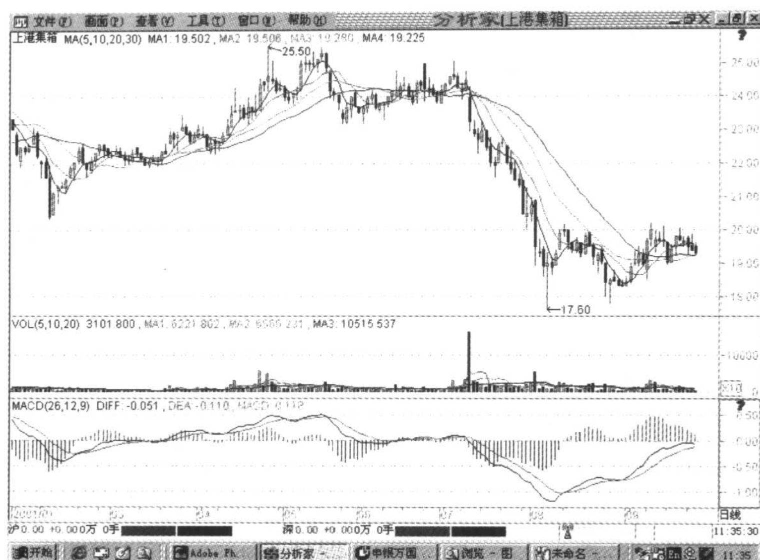


图 14－4 上港集箱（600018）2001 年行情走势图

运行至 5 月 30 日，股票指数经过一周时间的盘整，当日收出一根中阳，升势得到重新确立，这一日上证综合指数在 2210 点收盘（当日最高价），假如 5 月份股指期货合约在 2225 点收盘（因 5 月 31 日为 5 月份期指合约结算日，故基差收窄为 15 点）。投资者买入 30 张 5 月份期指合约对冲平仓。

买入价值：50×2225×30＝333.75 万（元）

对冲结果为盈利 8.25 万元。但最重要的成果是避免股票投资组合因大盘调整而受到损失，当大盘结束调整重拾升势时，股票投资组合仍可扩大盈利水平。

2. 卖方套利，亦称空头套利。

判断今后股票指数将有可能下跌，因此先行卖空股指期货合约，当股指下跌到初步可以判明是底部时，逐步买入股票进行套利。

下面以 2000 年上证综指的走势模拟举例：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

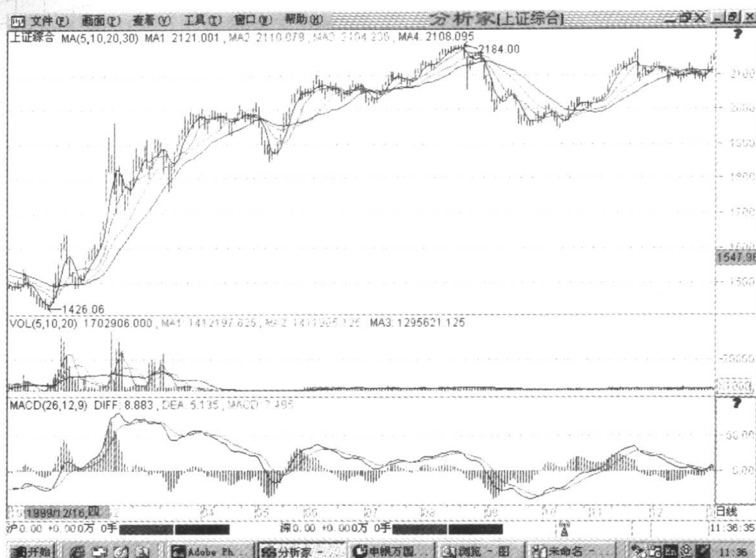


图 14－5　上证综指 2000 年走势图

上证综指 2000 年行情是从年初启动，1 月 4 日从 1360 点开始，运行到 8 月 21 日创出高位 2108 点，接着回调两日又继续走强，在 8 月 29 日再次达到 2105 点的高位，就没有力量继续上行，开始回调并形成双顶。一段跌势眼看无法避免。

某投资者于 8 月 30 日上证综指 2100 点（假设基差 100 点，10 月份股指期货合约为 2200 点）卖空 30 张 10 月份股指期货合约。

股指期货合约价值为：50×2200×30＝330 万（元）

9 月 7 日上证综合指数经过一轮急跌之后，当日收出一根中阳，性急的投资者认为大盘可能反弹，因此选择了几只走势与大盘走势比较吻合的股票开始买入。

9 月 8 日，以 12.8 元/股买入稀土高科（600111）10 万股，以 13.8 元/股买入浙江东日（600113）8 万股，以 14.2 元买入长江投资（600119）7 万股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

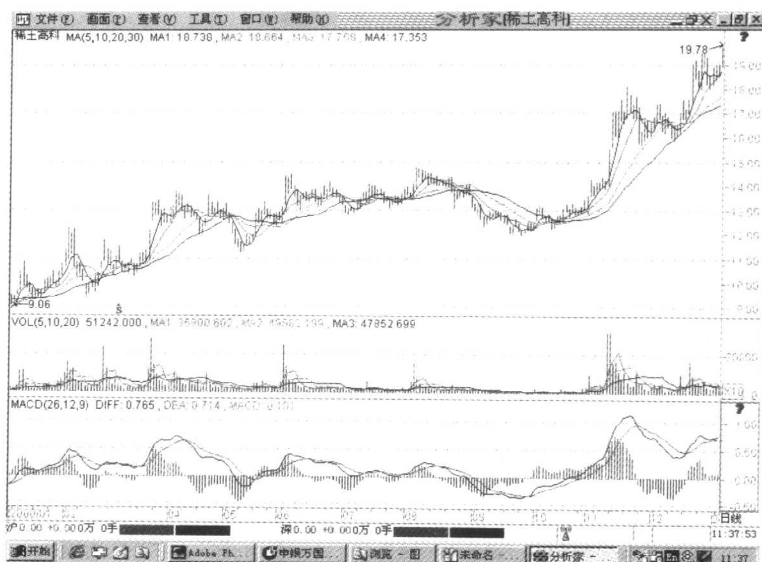


图 14－6 稀土高科（600111）2000 年行情走势图

稀土高科：12.8 元×10 万＝128 万元
浙江东日：13.8 元×8 万＝110.4 万元
长江投资：14.2 元×7 万＝99.4 万元

合计 337.8 万元

但随后的行情走势并未如投资者预料的那样乐观，大盘小阳上升了几日之后，9 月 18 日却突然收出一根长阴，似乎跌势未尽。投资者眼见判断失误，当日以收盘价将股票全数抛出，收回资金 336.3 万元。

投资者基本没有多少损失，等于白交了一道手续费。但股指期货仍有可观盈利，可以从容等待第二次选股机会。直至 10 月 20 日，上证综合指数一根长阳奠定了升势之后，投资者再次买入股票。10 月 23 日买入：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

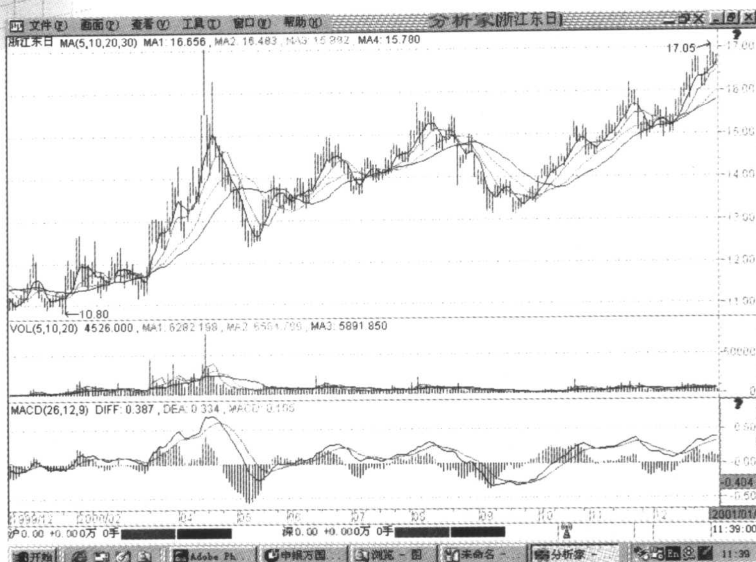


图 14－7　浙江东日（600113）2000 年行情走势图

稀土高科：13 元×10 万＝130 万元

浙江东日：14.6 元×8 万＝116.8 万元

长江投资：14.47 元×7 万＝101.29 万元

合计　　　　348.09 万元

10 月 25 日，一根强劲的中阳线将大盘的升势再次确立，投资者在收盘价 1977 点（假设基差 100 点，10 月份股指期货合约在 2077 点）买入 30 张股票指数期货合约以对冲平仓。

股指期货合约价值：50×2077×30＝311.55 万（元）

对冲结果为盈利 18.45 万元。按缴纳 10％的保证金计算，收益率达到 55％。最主要的是通过套利，使买入股票变得十分从容。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

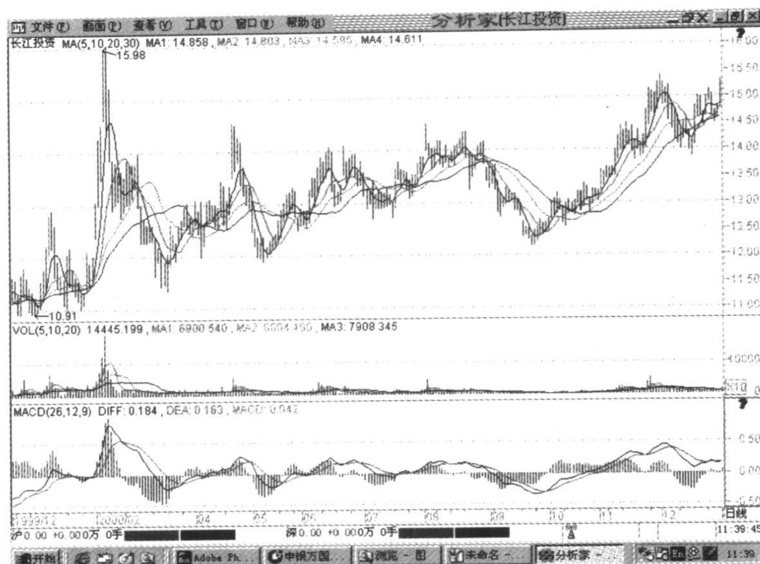


图 14－8　长江投资（600119）2000 年行情走势图



三、跨期套利

跨期套利表现为在同一交易所进行同一品种，但不同交割月份的套利活动。比如买进 3 月份股票指数期货合约，卖出 6 月份股票指数期货合约。

在现货与期货之间存在着基差，而在不同时期的期货合约之间也存在差价（为了以示区别，将不同月份期货合约之间的差价称为期间差，含义相同）。期间差的存在，为跨期套利提供了可能的条件。

跨期套利交易形式又分为两种：

1. 牛市套利（买空套利）。

在股指期货的牛市套利交易中，交易者对股票指数中长期的分析立足于看涨。即使有时下跌，也不过是股市阶段性的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

调整。

在牛市行情中，基差表现走弱，一般都是负值（升水）。即现货与近期期货合约、远期期货合约之间的价格呈逐步递增的态势（现货价格＜近期期货合约价格＜远期期货合约价格）。如果这时基差表现为开始走强，尽管价格递增的态势没有改变，但从涨幅来看却出现递减趋势（现货＞近期合约＞远期合约），这时牛市套利的机会便出现了。

在这种情况下，近期期货合约的上涨幅度大于远期期货合约。反过来，如果市场下跌，则近期期货合约的跌幅小于远期期货合约。所以，投资者采取的交易方式往往是买进近期期货合约而卖出远期期货合约。

具体的操作也有两种方法：

（1）激进型方法。

当股票指数的升势刚开始确立，基差（期间差）处于弱势时，买进近期期货合约；当升势即将走尽，处于可升可跌的敏感位置，而基差（期间差）开始走强之时，卖出远期期货合约。

举例说明：3 月 20 日，股票指数 1646 点，4 月份期货合约价格 1686 点，6 月份期货合约 1706 点。投资者认为大盘升势确立，因此买入 5 张 4 月份合约。到 4 月 21 日，股票指数果然上升到 1851 点，4 月份合约因接近结算，价格向股指靠拢，在 1856 点。但 6 月份合约期间差收窄，在 1871 点，投资者认为后市可能会出现回调，因此卖出 5 张 6 月份合约套利。

时间	股指	基差	4 月份合约	期间差	6 月份合约
3 月 20 日	1646 点	－40 点	1686 点 买入 5 张合约	－20 点	1706 点
4 月 21 日	1851 点	－5 点	1856 点	－15 点	1871 点 卖出 5 张合约

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4 月 28 日，大盘果然回调，股票指数回调至 1798 点，4 月份合约因即将最终结算，亦收于 1798 点，但 6 月份合约被看空，跌至 1790 点。投资者决定卖出 5 张 4 月份合约和买入 5 张 6 月份合约结束套利交易。

对冲结果：

4 月份合约	买入价值：5×50×1686=42.15 万元 卖出价值：5×50×1798=44.95 万元	盈 2.8 万元
6 月份合约	卖出价值：5×50×1871=46.775 万元 买入价值：5×50×1790=44.75 万元	盈 2.025 万元

两个月合约套利结果获利共 4.825 万元，动用保证金 9 万元（保证金比率按 10%计），回报率达 54%。

这种做法的优势是可以吃尽整个上升过程的利润，当大盘见顶之际建立远期空仓，保证利润安全。但大盘真的见顶回落，又可把近期合约的多仓先行获利了结，留下远期合约的空仓再吃落差利润。

这种做法的缺点是因近、远期合约不是同时建仓，遇到大盘剧烈振荡时所建的多头仓位会被套住。在被套住的情况下要建空仓异常困难，因为这时建立空仓锁定的不是利润而是亏损，而不建空仓又担心大盘继续下跌让亏损不断加大。

所以，除非对大盘的牛市行情得到充分的肯定和确认，而且大盘的走势又印证自己的判断是正确的，否则采取激进型方法将面临较大的风险。

（2）稳健型方法。

当股票指数的升势已维持一段时间，基差从弱势开始转向强势的时候，在买进近期期货合约的时候，同时卖出远期期货合约。

因为在基差开始转强时，意味着市场对后市产生怀疑，股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价走势的特点是近期合约升幅比远期合约大，而降幅则小于远期合约。这时买近卖远，如果股价继续攀升，近期合约的盈利将超过远期合约的亏损；如果股价下跌，远期合约的盈利将超过近期合约的亏损。

采用这种方法的优点是充分发挥了套利的特点。一般来说只要完成了套利交易，无论今后股价朝哪个方向发展，盈利总可以超过亏损。但这种方法的缺点是盈利水平有限，获得超额利润的机会较少。当大盘处于振荡盘升的时候采用这种方法，会比较有利。

仍举上例说明：

第一，以 3 月 20 日行情为套利点。

时间	股指	基差	4 月份合约	期间差	6 月份合约
3 月 20 日	1646 点	—40 点	1686 点 买入 5 张合约	—20 点	1706 点 卖出 5 张合约

4 月 28 日的对冲结果为：

4 月份合约
- 买入价值 5×50×1686=42.15 万元
- 卖出价值 5×50×1798=44.95 万元
- 盈 2.8 万元

6 月份合约
- 卖出价值 5×50×1706=42.65 万元
- 买入价值 5×50×1790=44.75 万元
- 亏 2.1 万元

两个月合约套利结果盈亏相抵获利 0.7 万元。

第二，以 4 月 21 日行情为套利点。

时间	股指	基差	4 月份合约	期间差	6 月份合约
4 月 21 日	1851 点	—5 点	1856 点 买入 5 张合约	—15 点	1871 点 卖出 5 张合约

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4 月 28 日的对冲结果为：

4 月份合约	买入价值 5×50×1856=46.40 万元 卖出价值 5×50×1798=44.95 万元	亏 1.45 万元
6 月份合约	卖出价值 5×50×1871=46.775 万元 买入价值 5×50×1790=44.75 万元	盈 2.025 万元

两个月合约套利结果盈亏相抵获利 0.575 万元。

稳健型的方法比起激进型来说，获利水平也许低一些，但对风险的防范作用亦强，适合较大规模的资金运作。

2. 熊市套利（卖空套利）。

熊市套利的做法正好与牛市套利相反，交易者卖空近期期货，并买空远期期货。寄希望于在看跌的市场中，近期合约的下跌幅度会大于远期合约的下跌幅度；如果市场行情上涨，近期合约的上涨幅度则小于远期合约。

在股指期货的熊市套利中，交易者对股票指数中长期的分析立足于看跌。即便有时上涨，也不过是期市中短暂的反弹。

在熊市行情中，基差表现走强，一般都是正值表现为期货贴水。即现货与近期期货合约、远期期货合约之间的价格呈逐步递减的态势（现货价格＞近期合约价格＞远期合约价格）。如果这时基差表现为开始走弱，尽管价格递减的态势没有改变，但从跌幅来看却出现递缓的趋势（现货＞近期合约＞远期合约），熊市套利的机会便开始出现。

熊市套利的方法也有两种：

(1) 激进型。

一旦股指的跌势确立，基差处于强势时卖出近期合约；当跌势趋缓，有可能出现反弹甚至反转，基差开始走弱时，买进远期合约。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

举例：7 月 6 日，当股指见顶回落，从 1600 点跌到 1560 点，8 月期指 1520 点，9 月期指 1460 点，基差（期间差）走强。某投资者认为跌势确立，卖出 5 张 8 月份指数期货合约。到 7 月 25 日，股指跌至 1380 点，8 月期指 1360 点，9 月期指 1330 点，基差（期间差）收窄，开始走弱，投资者认为可能会出现反弹，买进 5 张 9 月份指数期货合约。

见下表：

时间	股指	基差	8 月期指	期间差	9 月期指
7 月 6 日	1560 点	＋40 点	1520 点 (卖出 5 张合约)	＋60 点	1460 点
7 月 25 日	1380 点	＋20 点	1360 点	＋30 点	1330 点 (买入 5 张合约)

后市如果真反弹，股指上升到 1420 点，8 月期指 1440 点，9 月期指 1460 点。

时间	股指	基差	8 月期指	期间差	9 月期指
8 月 6 日	1420 点	－20 点	1440 点 对冲： 买入 5 张合约	－20 点	1460 点 对冲： 卖出 5 张合约
动用保证金 7.2 万元(按保证金率 10%计)，共盈利 5.25 万元，回报率 72.9%。			卖出：5×50×1520=38 万元 买入：5×50×1440=36 万元 盈：2 万元		买入：5×50×1330=33.25 万元 卖出：5×50×1460=36.5 万元 盈：3.25 万元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后市如未出现反弹，跌势继续，股指下跌至 1320 点，8 月期指 1300 点，9 月期指 1290 点，投资者对冲平仓离场。

时间	股指	基差	8 月期指	期间差	9 月期指
8 月 6 日	1320 点	+20 点	1300 点（买入 5 张合约）	+10 点	1290 点（卖出 5 张合约）
结算： 8 月期指：卖出：5×50×1520=38 万元　买入：5×50×1300=32.5 万元　盈：5.5 万元 9 月期指：买入：5×50×1330=33.25 万元　卖出 5×50×1290=32.25 万元　亏：1 万元					

动用保证金 7.2 万元（按保证金率 10%计），盈亏相抵，盈利 4.5 万元，回报率 62.5%。

以上办法，只要套利成功，不管后市朝什么方向发展，赚取可观利润的几率都是比较大的。掌握这种方法的关键之处，是要确立跌势。如卖出 8 月份指数期货后，股指不跌反升，将陷入十分被动的境地。

（2）稳健型。

当股票指数的跌势已持续一段时间，基差（期间差）从强势开始转向弱势的时候，在卖出近期合约的同时买入远期合约。

因为在基差（期间差）转弱时，意味着市场对跌势已经逐步持否定的态度，尽管股指仍在下跌，但期指已经止跌。所以股指的跌幅超过期指的跌幅，近期合约的跌幅也超过远期合约的跌幅。这时卖近买远，如股价继续下跌，近期合约的盈利将超过远期合约的亏损；如果股价回升，则远期合约的盈利将超过近期合约的亏损。

仍举上面例子来说明，稳健型的套利将不是在 7 月 6 日和 7 月 25 日分别建仓，而是在 7 月 25 日同时卖出 5 张 8 月份合约和买入 5 张 9 月份合约。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后市如果真反弹，8 月 6 日则买入 5 张 8 月份合约和卖出 5 张 9 月份合约进行对冲。

时间	股指	基差	8 月份期指	期间差	9 月份期指
7 月 25 日	1380 点	+20 点	1360 点（卖出 5 张合约）	+30 点	1330 点（买入 5 张合约）
8 月 6 日	1420 点	−20 点	1440 点（买入 5 张合约）	−20 点	1460 点（卖出 5 张合约）

结算：

8 月期指：卖出：5×50×1360=34 万元　买入：5×50×1440=36 万元　亏：2 万元

9 月期指：买入：5×50×1330=33.25 万元　卖出：5×50×1460=36.5 万元　盈：3.25 万元

动用保证金 7.2 万元（按保证金率 10%计），盈亏相抵，盈利 1.25 万元，回报率 17.4%。

后市如果并未出现反弹，跌势继续，8 月 6 日股指下跌至 1320 点，8 月股指 1300 点，9 月股指 1290 点。投资者分别对冲平仓。

时间	股指	基差	8 月份期指	期间差	9 月份期指
8 月 6 日	1320 点	+20 点	1300 点（买入 5 张合约）	+10 点	1290 点（卖出 5 张合约）

结算：

8 月期指：卖出：5×50×1360=34 万元　买入：5×50×1300=32.5 万元　盈：1.5 万元

9 月期指：买入：5×50×1330=33.25 万元　卖出：5×50×1290=32.25 万元　亏：1 万元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动用保证金 7.2 万元，盈亏相抵，盈利 5000 元，回报率 6.9%。

采用这种方法的盈利水平显然比不上激进型的做法，但风险也会小得多。一般来说同时进行反向套利，机会很多，且很容易完成，不论后市朝什么方向发展都会有利润。这种方法比较适合于在下跌抵抗型的行情中运用。

四、蝶式套利

蝶式套利，又称作双重套利。在“最高安全度”和“最高回报率”双重思想的指导下，或将跨市套利和跨期套利重叠运用；或在跨期套利的基础上再跨一期套利。

蝶式套利，也是目前比较常用的一种套利方式。因为在操作套利交易时，市场的变化是无常的，有时会顺你的意，有时又会与你原来的预测反其道而行之。在制订套利计划时，投资者往往会订出一个获利目标，达到或接近这个目标的时候，就会对冲平仓以结束交易。然而，市场却又可能会在你结束交易后朝着更理想的方向发展，使你失去了获得更大利益的机会。而蝶式套利，则是充分利用市场中出现的套利机会，在原来一重套利的基础上再做一重套利，其中一重保住基本的利润，而第二重套利则留在手中等待更好的机会出现。

蝶式套利的具体做法，与跨市套利和跨期套利一般只注意两种商品或两个时期的价差变化不同的是，它关注现货、近期合约和远期合约或近期合约、较远期合约和远期合约三个时期之间的价差变化。而且特别关注处于中间位置期货合约与其左右两边的价差是否出现异常变化。如出现套利机会，则分别与两边多做一笔套利的交易。比如，买入股票现货，卖出近期合约；以及卖出近期合约，买入远期合约。或者卖出近期合约买入较远期合约；以及买入较远期合约，卖出远期合约。将两笔套利交易有机地组合在一起，从而争取更理想的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

举例说明：某年3月份公布的年报情况比较乐观，股指期货对此作出了积极的反应，4月份合约的价格出现异动，超出了3月份股票现货和6月份股指期货合约价格的波动范围。3月2日，股票指数1720点，4月份合约价格则达到1810点，基差为负值（升水）90点，6月份合约价格1820点，期间差为负值（升水）10点。投资者认为股票现货和6月份合约都会有较大的上涨空间，而4月份合约上升空间有限，因此做出决定，分别买入股票现货和6月份合约，却卖出4月份合约。

见下表：

时间	股指	基差	4月份合约	期间差	6月份合约
3月2日	1720点 买入45万元股票	－90点	1810点 卖出10张合约	－10点	1820点 买入5张合约

3月25日，股票指数果然大涨，而5月份合约涨幅还不明显，因此，将第一笔套利交易对冲平仓。

时间	股指	基差	4月份合约	期间差	6月份合约
3月25日	1820点 卖出股票	－10	1830点 买入5张合约	－10点	1840点

第一笔套利交易结算结果：

3月25日指数上涨5.8%。假设股票市值同样增长5.8%，因此卖出股票市值为47.6万元，盈利2.6万元。

3月2日卖出5张4月份合约价值为：5×50×1810=45.25万元
3月25日买入5张4月份合约价值为：5×50×1830=45.75万元
（两者相比）亏：5000元

盈亏相抵，盈2.1万元。

以后的行情因为4月份合约已接近结算日，价格与股指现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货靠拢，投资者转而去炒6月份合约，使6月份合约大涨。

时间	股指	基差	4月份合约	期间差	6月份合约
4月18日	1840点	－5点	1845点 买入5张	－50点	1895点 卖出5张

结算结果：

4月份合约
3月2日卖出：5×50×1810＝45.25万元
4月18日买入：5×50×1845＝46.125万元
＞亏0.875万元

5月份合约
3月2日买入：5×50×1820＝45.5万元
4月18日卖出：5×50×1895＝47.375万元
＞盈1.87万元

盈亏相抵盈利1万元。两笔套利合计盈利3.1万元。



五、套利应掌握的原则

原则之一：套利在对冲平仓时，在一般情况下，应同时对冲买和卖两方面的合约，而不应只对冲一方面的合约而留下另一方面的合约。

因为在套利交易中，通常是买进和卖出同时操作而建立起一套交易组合。若市场下跌，则以卖空的合约弥补买空合约的损失；若市场上涨，则以买空的合约弥补卖空合约的损失。甚至可能卖空买空双方合约在走势不一致时双方都盈利。所以，同时了结买卖双方交易，能从两份合约的套利中限制风险，获取利润。

但如果你建立一笔套利交易买卖，在价格下滑时仅仅将盈利的卖空合约对冲掉，留下买空合约希望将来价格上涨再对冲。当然，若股指真如你所愿上升了，你的愿望可以实现。可是股指并未如愿上升，反而继续下滑，那失去保护的买空合约将扩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大亏损，甚至将卖空合约的盈利也亏进去。

这一原则与对冲交易中的对等原则是相一致的。

原则之二：不要使用套利交易来保护已亏损的单向交易。

有的交易者原来并没有做套利交易的准备，而是单向地买进或卖出股指期货合约，但之后股指便朝自己预期相反的方向发展，手中的期货合约被套住了。如果这时对冲平仓，会马上止损；如不立即平仓，手持合约的风险又很大。所以，他们喜欢用套利的方法，做一笔相反方向的交易，希望将风险锁定。对此，期货界一般称作“锁仓”。但这种锁仓与套利根本的区别在于，套利套“住”的是利润，锁仓锁“住”的却是亏损。在锁仓的情况下，无论今后股指朝什么方向发展，亏损一定会出现。股指上升时，因为卖空的价格在买空价格之下，所以，买空合约的盈利不足以弥补卖空的亏损；股指下跌时，又因为买空的价格在卖空价格之上，所以，卖空合约的盈利不足以弥补买空的亏损。迟早要发生的亏损，不如及早斩仓了断，锁仓不仅劳时费财，而且如解锁时机和方法不当反而会发生更大的风险。

但是，这个原则有种例外，就是在有涨跌停板限制时，成交价封死在停板的位置上，欲斩仓而不能。这时可以运用锁仓的方法，在临近月份的期货合约做一笔相反的交易，将亏损锁定，这样可以将亏损控制在一定的限度以内，从而达到防止风险扩散的目的。

原则之三：选择流动性大的合约进行套利。

所谓流动性大的合约，就是交易比较活跃的合约。参与交易的人数越多，交易越活跃。而交易活跃的合约，一是价格发现功能发挥得比较充分，减少人为操控价格的可能性；二是买卖比较容易成交。

套利交易，要求参与买卖的期货合约价格走势趋于理性和非人为操控。如果价格被人为控制，走势怪异，一个合约的价位上涨，另一个合约却在非理性地下跌，套利的难度无疑十分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大。原来以为是套住了利润，实际价格走势没有规律可言，可能使两方面的合约都亏损，这便失去了套利交易的意义。

只有交易活跃、参与人数众多的合约，价格才会服从市场的总体供求情况，除非有十分特殊的原因，一般不同时期的合约都会朝同一个方向运行，也会大致符合股票指数的运行方向。这样做相反方向的买和卖，才会有效地控制风险，获取利润。

原则之四：不要以为套利交易低风险就掉以轻心。

套利交易的最大功能是降低风险性，但能否真正实现，还要看每一个投资者的具体把握。从套利交易的最终结果来看，不外乎出现下面四种组合：

——一方盈一方亏，而盈大于亏；

——一方盈一方亏，而亏大于盈；

——买空和卖空同时盈利，双丰收；

——买空和卖空同时亏损。

前面两种情况出现在两种期货合约走势相同的情况下，后面两种情况出现在两种期货合约走势相反的情况中。所以，在套利交易中风险是存在的，特别是如出现第四种情况，风险甚至超过做单方向交易。所以，在做套利交易的过程中，必须认真分析市场可能影响期货合约价格变动的各种因素，考虑各种变动结果对套利交易会出现不同的变局以及应对措施。一旦确定套利交易失败，应及时对冲平仓，避免风险的扩大。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十五章

股指期货的投机交易

“抢帽子者”，期货交易中的专有名词，特指那些利用当日期货价格波动买低卖高或卖高买低赚取差价的短线投机者。

套期保值转让的部分收益及市场风险被投机者全盘接收，从这个角度也可以说，没有投机者就没有套期保值。市场投机所掀起的阵阵波澜，保证了市场交易充分的流动性，充分流动的市场才能保持交易的活跃。

保证金的“杠杆”作用，无疑使股指期货的投机收益比做股票投机放大了若干倍。“以小博大”让股指期货平添许多“魅力”。加上投机与套期保值、套利的组合运作，使投机的风险又降低许多。所以，尽管股指期货市场一再标榜自己是一个回避风险的市场，但投机性交易一直占压倒性的多数。

投机，就是利用股票和期货市场价格波动所形成的价差盈利。在股票指数期货交易中，投机是必不可少的。这不仅仅指投机是一种客观存在，而且从市场机制设计来说，投机活动是构成市场有效性和流动性的重要组成部分。

所谓有效性，就是能正常发挥期货市场回避风险与发现价格的功能，促进社会资源的合理配置。套期保值者参与期货交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易的目的是为了减少价格波动风险，在保值的基础上争取获利。他们在出让了部分潜在获利机会的基础上，也将市场风险转移了出去。那么谁是市场风险的承接者呢？就是投机者。参与期货市场投机的人，为了获利而承接绝大部分市场上可能发生的价格波动风险。没有投机者，套期保值不可能实现自己的目标。

所谓流动性，就是市场交易的活跃程度。只有充分流动的市场，才能保证市场的有效性。而没有人数众多的投机者，市场是无法充分流动起来的。套期保值者一般在买卖期货合约之后，会持有合约一段时间，而且他们买卖的时机都十分理性。一个纯理性的市场，大家的买卖方向都是趋同的，所以他们之间缺乏交易对手。他们想买的时候，谁会卖给他们呢？他们想卖的时候，谁会买下来呢？只有投机者，他们追逐的是价格波动中所产生的每一个落差。看涨时，他们会承接市场上大多数卖单；看跌时，他们承接市场上大多数买单，从而推动了市场交易的快速流动。

过去有种说法，市场上“过度投机”会影响市场的有效性。“过度投机”是一个没有办法具体量化、划出具体界限的说法。既然无法对这个“度”作出具体界定，所以争论是否“过度”也是没有意义的。实际上，影响市场有效性的，倒不在投机者的数量，而在于市场上产生的每一个价格是否是在公开竞争的条件下公平地产生。如果这个价格是由少数人或机构操控的，就必然影响市场的有效性。要防止少数人操控价格，恰恰要限制少数有资金能力的人和机构的持仓额度，鼓励更多的交易者进入市场竞价交投。这种投机不但不应限制，反而要大力提倡鼓励。限制的，应是违反《证券法》及有关法规，利用内幕交易及资金优势的违规交易。是或非的原则界定，应看它是否违法违规，而不是看它是否“投机”。

股票市场的投机，是在时间、空间、成交量以及对这三者的预期所构造的市场范围内进行。在我国股票市场缺乏做空机制的情况下，基本是向上而展开的投机空间。向下则属于调整，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为下一轮投机进行必要的准备。而股指期货市场，则构造了一个比股票市场复杂、丰富得多的投机范围，投机要素多样化，投机的机会也比股票市场多得多。

股指期货市场上的投机，包括套利和单部位交易两种方式。关于套利，已专门有一章进行介绍，本章主要针对单部位交易的投机进行介绍。

部位，指的是交易者在期货交易中所处的位置。比如买空期货合约，说明交易者是处于多头部位；卖空期货合约，说明交易者是处于空头部位。所谓单部位交易，是交易者根据对大盘走势的判断，仅仅买空（或卖空），待大盘如期走出有利于己的价位时，再卖出（或买入）以对冲平仓。这是一种市场投机行为。

一、投机者的分类

在股指期货市场上的投机者，可以根据市场的表现和特征，区别为不同的类型：

1. 从交易部位来区分。可以区分为多头投机和空头投机。预测股票指数今后的趋势将上涨，因此先做买进股指期货合约（多头），待股指上涨之后再卖出股指期货合约对冲原来的多头部位而盈利的投机者，称为多头投机。预测股票指数期货今后的趋势将下跌，因此先做卖出股票指数期货合约（空头），待股指下跌之后再买进股指期货合约对冲原来的空头部位而盈利的投机者，称为空头投机者。

2. 从交易量的大小来区分。可以区分为投机大户和投机散户。为了限制交易者对股指期货合约可能发生的价格操纵，期货交易所一般都实行一种“大户报告制度”。即某一个交易账户对某一种期货合约的持有量超过一定限度时，必须向期货交易所提出报告。期货交易所则对提出“大户报告”的客户进行跟踪监管，密切注意其交易行为是否有操纵价格的行为。因此，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

达到或接近达到“大户报告”限度的投机者，一般其交易量都十分巨大，对市场价格的影响也比较明显。而一般散户投机者往往都是随波逐流，寻找价格波动出现的某种差别，采取多头或空头投机的方法赚取价差。

3. 从投机方式来区分。可以区分为“抢帽子者”、单部位交易者和套利者。第一种是所谓的“抢帽子者”，也就是当日交易者。他们是期货市场中的短线高手，他们利用每日股指期货合约的价格波动，在微利的情况下赚取差价。这种交易虽然是微利，但人数众多，每次买卖的合约数量都很大。正是这种“抢帽子者”频繁买入和卖出合约的意愿促成了极大的市场流动性。第二种是一般交易者或称单边部位交易者。他们在基本面分析或技术分析的指导下，着眼于对行情发展趋势的预测，看涨则先期买入，看跌则先期卖出，在买入或卖出期货合约后，通常将合约持有数日、数星期或数月以上，待价格变至对其有利时再将合约对冲。这种投机者中也不乏许多机构投资者和一般的散户。第三种则是套期图利者。上一章节已作了专门介绍，他们利用不同的市场、不同的期货合约之间价格出现异动而蕴藏的套利空间来赚取差价。

二、正确掌握各种投机机会

股票交易中的投机活动，主要依靠基本面分析和技术分析为指导而进行。基本面分析，就是通过分析宏观经济的运行状态和运行规律，从中预测股票指数上升或下跌的发展趋势，并从行业分析和个股研究中，发现某些板块和个股的经营规模和效益的潜在发展空间，选择一些投资价值被低估、今后价格有可能上涨的股票先行买入，等待投资价值被发现，价格上涨之后再卖出。技术分析，就是运用统计学的各种方法，从不同角度的各项指标，用图表、曲线和各种切线将股票价格的走势加以表现，从以往的运行规律中推演其今后的发展方向。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

运用于股票交易中的基本面分析和技术分析方法，在股票指数期货交易中依然适用。关于基本面分析和技术分析的方法，在股票交易中已被投资者普遍掌握，介绍的文章和书籍已经很多，所以本书不再涉及。在此主要从股指期货的特点入手，从股票现货与股指期货之间、股指期货不同月份交易合约之间纷繁复杂的价差变化之中，分析各种投机的要素与赚取价差的机遇。

1. 跨市投机。

就是利用股票现货市场和股指期货市场两个市场价格之间的异动发现投机的机会。

我们知道，股票现货的价格与股指期货合约的价格之间，存在一定的差价，这个差价便是基差。如果现货价格高于期货合约价格，叫正基差，也叫期货贴水；如果现货价格低于期货合约价格，叫负基差，也叫期货升水。市场长期运行的结果，基差也是相对稳定的，比如香港恒生指数期货的基差，在一般情况下均维持在 100 点左右，按目前恒生指数 13000 点左右的水平，基差大约为 0.8%。但这种情况也不是一直不变的。随着期货合约接近到期最终结算，期货合约价格逐步向股票指数靠拢，不论是正基差还是负基差，都会逐渐收窄，到最终结算日，因为是采用当日股票指数实际结算价来进行到期股指期货的结算，所以这时的基差为零。

所以，如果将股票指数和股指期货合约的价格制成两条曲线，我们就可以发现股指期货价格这条曲线将傍着股票指数上下运行。如果在一个两市价格持续下跌的过程中，基差持续出现期货贴水之后，逐步转而贴水减少，并最终出现期货升水，这是价格企稳回升的信号，在曲线表示上看，则是股指期货价格的曲线上穿股票指数，这可以看作买入信号。同样，在一个两市价格持续上涨的过程中，基差持续出现期货升水之后，逐步转向升水减少，并最终出现期货贴水，这是价格见顶回落的信号，在曲线表示上看，则是股指期货价格的曲线下穿股票指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数，这可以看作为卖出信号。

因为这两条曲线是实际的成交而形成的，所以其意义应超过股票技术分析中由不同的统计指标所形成的各种曲线。其对市场转势的预警作用将比其他统计指标发出的信号要强烈。

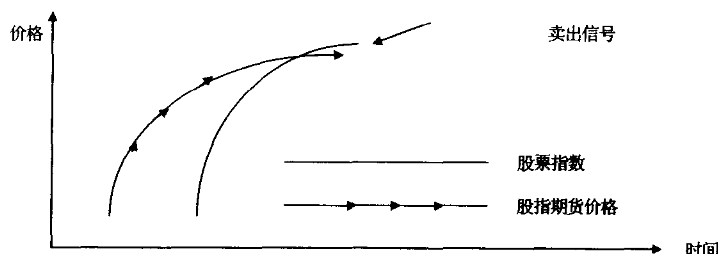


图 15－1 股指期货价格的曲线下穿股票指数，为卖出时机

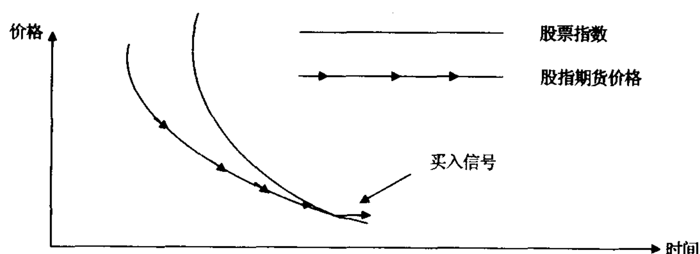


图 15－2 股指期货价格的曲线上穿股票指数，为买入时机

跨市投机，是从股票现货与股指期货价格之间的互动关系，考察与分析股票指数今后的走势。操作的方法一是采用套利的方法，一是采用单边买入或卖出的方法。单部位交易，一般在股票现货与股指期货之间选择走势更为明朗的一种品种进行交易。比如在股票现货中，出现了明显的强势板块，对引领大盘指数有显著的作用，这时可考虑介入股票现货的操作，而仅仅将股指期货作为研判大盘走势的辅助工具。相反，如股票现货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中并没有明显的强势板块，各板块此起彼伏，热点频繁转换，选强势股十分困难时，便可选择股指期货为操作对象。特别在大盘下跌时，因股指期货可以卖空，也只有选择股指期货为投机对象。

要注意避免的是同时在现货和期货市场采取同方向单部位交易进行投机。这时所面临的风险，可能超出了自身的应对能力。

2. 跨期投机。

就是利用股票指数期货不同时期的期货合约之间价格差距出现异常变化来发现投机机会。

不同时期的期货合约之间，价格也存在着期间差，期间差的变化趋势与基差的变化大致相同，但幅度与基差会有不一致。在一般情况下期间差也是相对稳定的。而当股票指数出现转势、振荡时，期间差会出现异动。在牛市行情中，近期合约因为成交的活跃程度超过远期合约，所以其涨幅也超过远期合约。当股票指数上升乏力，近、远期合约之间的期间差收窄，说明大盘有可能见顶。如果近期合约的价格曲线逐步向下，并下穿远期合约的价格曲线时，为卖出的信号。

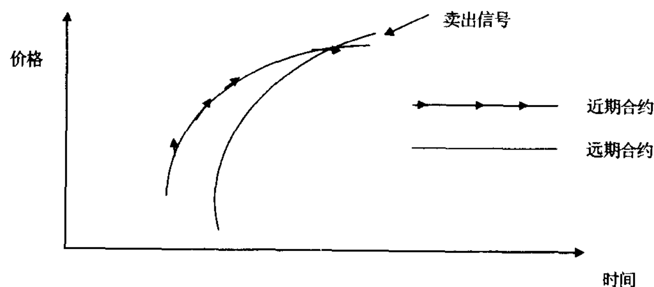


图 15－3　近期合约下穿远期合约曲线，为卖出的信号

在熊市行情中，同样因近期合约的抛售比较沉重，所以其跌幅也会超过远期合约，当股票指数止跌企稳，近、远期合约

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之间的期间差收窄，说明大盘有可能见底。如果近期合约的价格曲线逐渐抬头向上，并上穿远期合约的价格曲线时，为买入信号。

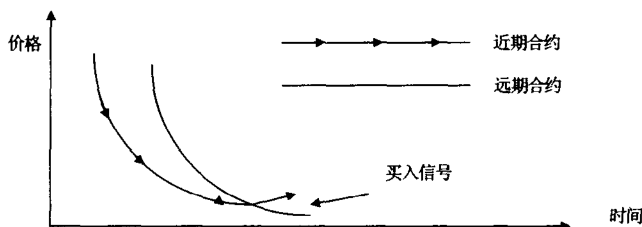


图 15－4 近期合约曲线上穿远期合约曲线，为买入信号

对投机者来说，一般仅介入近期合约的买卖，因为近期合约既有与股票现货之间的基差参照，又有与远期合约的期间差作参考，互相之间既有制约又有促动，近期合约的走势会明朗许多。远期合约一般提供给套期保值或套利者使用比较多。香港恒生指数期货运行多年的经验也表明，近期合约的成交活跃程度远远超过远期合约，也说明大量的投机盘存在于近期合约之中。

3. 基差、期间差投机。

基差指的是股票指数与股票指数期货之间的差价；期间差是股票指数期货合约之间的差价。在正常的情况下，这两种差价基本处于比较稳定的状态。但遇到价格异常波动的时候，基差、期间差的差距也会发生宽窄的变化，这时投机的机会便会出现。

在牛市行情中，一般为“期货升水”。如果这时基差和期间差都加宽了，说明股票指数升势趋强，这时买进股票或股指期货都有比较有利。

比如，当股票指数为 2100 点，近期期货合约升水 20 点为 2120 点，远期合约期间差贴水 5 点为 2115 点。而后的走势为上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

涨中基差变宽，近期合约从升水 20 点加宽到升水 25 点，说明市场进一步看好后市，因此近期合约的买盘十分积极。所以这时可买入股票或近期合约。

而当基差由宽又逐渐缩窄，甚至低于正常水平时，说明近期合约的抛盘比较沉重，这时便可将已经买入的股票或近期合约均抛出获利。

所以，当牛市行情中，应采取“买宽卖窄”的方法。值得注意的是，这里所说是买和卖，是一种组合行为。意味着在基差或期间差变宽时买入，而在基差或期间差变窄时卖出以对冲平仓；并不意味着单边的买卖行为，如基差变窄时卖出股指期货，而不是与先前所买入的合约同对冲的话，大盘仍然可能维持升势，这时所卖空的合约将面临亏损。

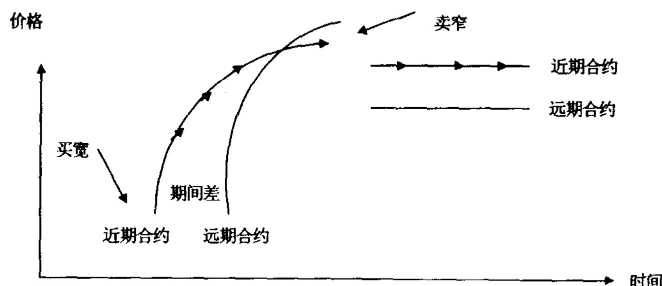


图 15－5　牛市行情中的“买宽卖窄”

在熊市行情中，一般为“期货贴水”，如果这时基差和期间差由窄变宽，说明股票指数的跌势加剧，因此应卖出股票或卖空股指期货比较有利。比如，当股票指数为 2300 点，近期期货合约贴水 20 点为 2280 点，远期合约期间差升水 5 点为 2285 点。而后的走势在下跌中基差变宽。近期合约从贴水 20 点加宽到贴水 25 点，说明市场继续看空后市，所以近期合约加大了抛售的力度，这时应卖出股票或卖空近期合约。

而当基差由宽又逐渐收窄，回复到原来的正常水平甚至低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于正常水平时，说明抛压已逐步减轻，底部也许就在前面，这时便应买入股指期货合约以对冲原来卖出的合约。

因此，在熊市行情中，可以采取“卖宽买窄”的组合投机方式。这里要说明的是，因为股票没有卖空机制，所以跌势中基差拓宽，可以视作卖出股票的信号。而股指期货因为存在卖空机制，所以可先卖空后买入进行获利。

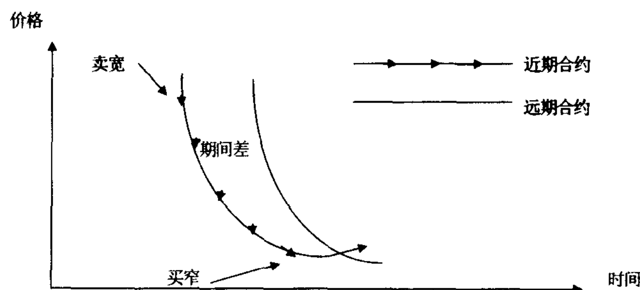


图 15－6 熊市行情中的“卖宽买窄”

4. 转换性投机。

转换性投机指的是在股指期货进行套期保值的交易中，发现有利的投机机会，则利用套期保值的合约进行一些短期的投机活动，将套期保值行为转换为投机行为，投机结束后，再利用有利的态势重新安排套期保值。

有的投资者长期持有某只股票以享受股票高速成长而带来的收益。为了防止股票价格波动造成的市值损失，采取卖出股指期货锁定市值的方法。如果他认为正面临一个较长期的牛市，其中只有某些阶段性下跌的话，他可以长期地持有股票，而在高位卖出股指期货，当股票指数果然下跌，便在跌落的底部买入股指期货对冲盈利。待股指重攀高峰时，又在高位卖出股指期货，如此反复运作，不但可以不断摊低自己的持仓成本，而且还可以有可观的盈利。这就是利用自己手中长期持有的股票，将股指的套期保值转换为投机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如此运作还有一个好处，就是当股指运行到高位时遇到突然性利空消息，大盘急剧转势。因为在高位已经卖出股指期货，大盘急跌股指的获利十分丰厚。这时可充分利用手中股票为筹码作反弹。在跌势中可以先卖出部分股票，跌到底部时再买回来，反弹到一定高度时再卖出。如此反复操作，获利也会十分丰厚。因为高位有卖空的股指期货，即便在底部抓"反弹"抓得不准而被套，股指期货的盈利也可以弥补任何被套的损失。或者也可以持有股票不动，等跌到一定程度，接近阶段性底部时，买入部分股指期货对冲盈利；待股指期货再拾升势，高位又卖出股指期货进行套期保值。

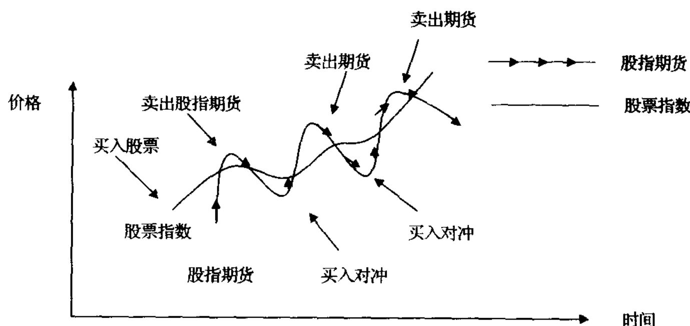


图 15-7 利用套期保值连续做转换性投机

所以在牛市行情中，可以利用套期保值做"长买短卖"，在熊市行情中，可以利用套期保值做"长卖短买"。

5. 短线投机。

在股票市场中有许多"短线高手"，他们利用股票买卖"T+1"的机制，今日买明天卖，每天有 1.5%的升幅就保本，超过 1.5%的升幅便盈利，积少成多，长此以往也可收到可观的回报。

股票指数期货提供了更多的短线投机机会。一是因为股指期货一般实行"T+0"机制，当日买可以当日卖，并且不限买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖的次数；二是股指期货实行的是保证金交易，收取市值的10%作保证金，如果当日有2%的升幅或跌幅，只要做对了方向，回报便放大到20%；三是股指期货的交易手续费一般比股票交易低得多，投机的成本也相应大幅降低。

我们打开股票指数每日的分时图，可以看到每日股价波动十分频繁，如果认真研究一下，也是有一些规律可循的：

——如果昨日股票指数在最高价位收盘，那么今日一般会跳空高开，上冲一段后指数会调头向下，如弥补了缺口，今日一般会以阴线收盘；如不弥补缺口，股指会维持强势上涨。

——如果昨日股票指数在最低价位收盘，那么今日一般会跳空低开，下跌一段后指数会出现反弹，如弥补了缺口，今日一般会收出阳线或十字星；如不弥补缺口，股指会持续下跌。

——持续几日强势上涨之后会出现急剧下挫，持续几日急剧下跌后会出现反弹。

——在弱势行情中，如开盘股指便一路走高，达到一定高位后便调头向下，往往预示着开盘后的高点就是今日的最高点，而后行情会一波一波往下走。

——在盘升的行情中，如开盘股指略为低走，走不远便调头向上，今日收阳线的可能居多。

——上午股指欲升不升，上涨乏力，下午可能出现急跌行情。

——上午股指欲跌不跌，下行空间很小，下午可能出现上涨行情。

凡此种种，不一而足。只要我们认真观察，细心体会，每日股指的一些波动规律总是可以感觉出来的。我们并不要求将每日股指波动规律全部掌握，这既不可能也不必要，我们只要对其中某些规律有特别深的感受，当出现我们所熟悉的行情走势时，投机的机遇也就来到了。

6. 中长线投机。

中长线投机的立足点是对股票指数中长期走势的正确判断。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做股票既要研判大势，更重要的是分析个股。对大势看准了，如没有选对股票，“赚指数不赚钱”的事情时有发生。而做股指期货则只需对大势研判正确。比如股票指数从 1999 年 5 月 19 日行情到 2001 年 5 月，两年上升了一倍有多，但买卖股票能赚一倍以上利润的仍属很少一部分人。而如果做股指期货的话，只要认准了牛市行情的到来，哪怕一味只做多不做空，所赚利润都不止一倍。

股指期货的买空卖空机制，使做中长线投机的只要看准大势的发展方向，不论牛市还是熊市赚钱的机会都是同等的。也正因为引入了股指期货，使股票市场摆脱了原有的只有等股票指数上升才能赚钱的固有模式，使做空成为可能。而且从过去的经验来看，在股指期货做空的能量甚至比做多还大。因为做多，必须兼顾股票现货和股票指数期货齐头并进，既要想方设法调动市场中的人气，又要统筹自己手中的资金，分别安排于股票市场和股指期货市场，步步为营，小心翼翼。但是做空，则没有什么顾忌，只要在高位建足了卖空的仓，就将手中的股票放胆抛售，回到手中的现金又可加大股指期货的做空力度，极有可能引发股票的恐慌性抛售，使下跌的行情一泻千里。乔治·索罗斯在东南亚的偷袭和在香港的狙击行为，都是在外汇市场和期指市场上做空，其威力可见一斑。

在股指期货的投机活动中，要充分估量做空的可能性。而且回应到股票市场，股价的上下波动会比以前更加频繁，所谓牛市行情、熊市行情一般只能从一年以上的长期趋势来判定，而从短线和中期走势来看，多是上下振荡的行情。所以在股指期货市场中进行中长线的投机，必须把握这个特点，如果仍按原来在股票市场中的思维方式行事，则很有可能会吃亏。

三、股指期货的投机策略

投机是利用股票指数的频繁波动来进行买空卖空活动，其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目的就是企图用少量的资金来获取较大的利润，有所谓“四两博千斤”的说法。为了让投机活动有较大的成功率，对大势的正确预测和制定相应的投机策略是完全必要的。

1. 顺市交易。

顺着市场的走势，把握股指期货价格律动的节奏，适时买空或卖空，这应是最基本的操作方法。投机者利用对市场价格趋势的预测，在股票指数上升过程中买空股指期货合约，待股指接近顶部时卖出期货合约对冲，在股票指数确认下跌或下跌过程中卖空期货合约，待股指接近底部时买入期货合约对冲。

顺市交易时的建仓方法，如果是小笔资金，可以待升势或跌势确定时一次性买空或卖空期货合约建仓。但如果资金量比较大，可以根据需要采用“金字塔式”、“倒金字塔式”或“平行等分式”建仓。

“金字塔式”建仓，就是在股指升势确定时，将手中的资金分成若干等分，其中大部分（占 50%以上）在前期投入买空，其余等分则逐步追高建仓。

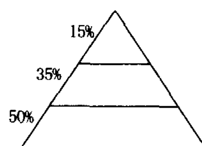


图 15－8 “金字塔式”建仓法

这种方法的好处是当升势刚确定时便将大部分资金投入买空建仓，其余资金则在追高中逐次建仓，可以最大限度地保证投机收益。但前提条件必须是能确定升势已起。如果升势并未确立，“金字塔”底部建仓后股指并未开始升势，反而还在探底，尽管手中仍有资金可以陆续建仓，可是建仓成本已经偏高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

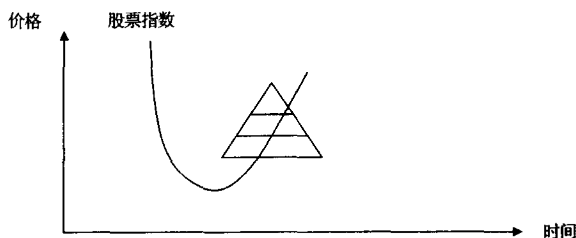


图 15－9 “金字塔式”买空建仓法

“倒金字塔式”建仓，就是在股指跌势确定时，同样将手中资金分成若干等分，其中大部分（占 50%以上）在前期投入卖空，其余等分则逐次追低建仓。

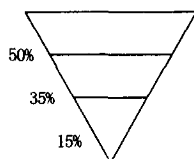


图 15－10 “倒金字塔式”建仓法

这种方法的好处是当跌势刚确定时便将大部分资金投入卖空建仓，其余资金则在追低中逐次建仓，同样可以最大限度地保证投机收益。但前提条件也是必须能确立跌势已成。如果跌势并未确定，“倒金字塔”顶部建仓后股指并未开始下跌，还在继续摸高，手中虽还有资金可以补仓，可建仓的成本已经高企了。

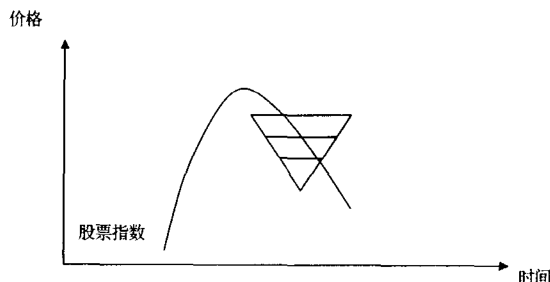


图 15－11 “倒金字塔式”卖空建仓法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“平行等分式”建仓，就是将手中的资金平均分成若干等分，待升势或跌势确立时逐次建仓。

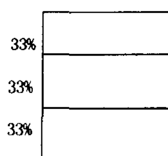


图 15－12 “平行等分式”建仓法

这种建仓方式的好处是在股票指数的一个顶部或一个底部的区间平衡建仓，可以有效控制平均建仓成本。但缺点是如升势（或跌势）已然确定，追高（或追低）建仓的成本则偏高。

以上各种方法各有优劣，关键在于对大势走向如何判断并导致最后下什么样的决心，至于具体每次建仓分成多少等分，等分之间的比例如何确定，每个等分之间的建仓间距和频率如何掌握，则完全根据大盘具体走势和自己的实际情况来制定。一般来说手中的资金越大，则分成的等分越多，建仓的间距越小，频率越快。因为大资金如按很慢的频率建仓，容易失去最佳的建仓机会。

2. 逆市交易。

是一种与市场走向相背离的交易手法，即股票指数还在上涨的过程中不断卖空股指期货合约，或者股票指数还在下跌的过程中不断买空股指期货合约。这种看似冒险的交易，实际上投机者不但要有雄厚的资金实力，还要具备先知先觉的睿智。尽管股指还在上涨，他们看到指数已是强弩之末，升势即将走到尽头，转势就在前面。尽管股指还在下跌，他们看到指数已难穿枯槁，跌势很快将被止住，反弹或反转就要在前面展开。为了最大限度占据反攻的有利位置，他们像潜伏在敌阵前的一支支军队，一旦时机成熟，骤然间便发动进攻，因为建仓被完全隐蔽了，行情一旦发动便若急风暴雨，让人猝不及防。能进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行逆市操作的，往往是市场中的主力资金。

逆市交易的建仓方法与顺市交易相同，但运用恰恰相反。

逆市交易在股指上升至接近顶部时往往采用“倒金字塔式”建仓，先动用小部分资金卖空，股指越往上越加大卖空，这样不但能减轻建仓的成本，而且通过不断加强的抛压，能阻止股指上升的势头，待到顶部的重兵出击，可以造成乌云压顶之势，市场上其他人纷纷加入抛售的行列时，这批投机者已坐享其成，可以在抛售最踊跃的时候，反手买进股指期货以对冲平仓，轻松出局。

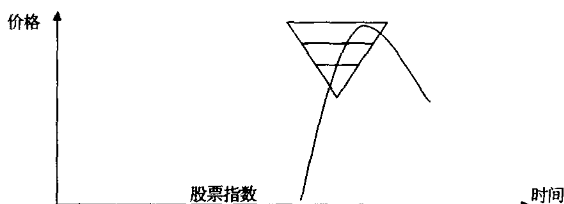


图 15－13 逆市交易中“倒金字塔式”建仓法之运用

反之，当股指下跌接近底部的时候，则采用“金字塔式”建仓方法。开始先用小部分资金买空股指期货合约，随着股指下跌不断加大买空的力度，达到底部时再倾其所有全部买空。这样也是为了不断减轻建仓成本，而且通过在下跌过程中的不断加强抵抗，阻止空方的进攻，提高市场多方展开反击的信心，聚集人气，最后促使转势的成功。

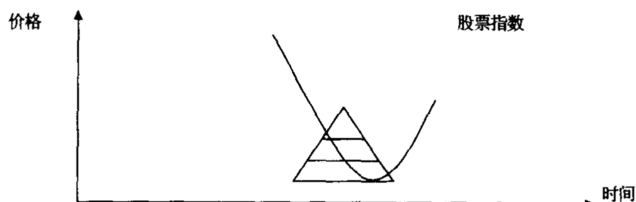


图 15－14 逆市交易中“金字塔式”建仓的运用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在逆市交易中，也可采用平行等分法或其他什么方法，这主要取决于投机者对形势发展的判断和所采取的对策。

逆市交易是一种相当冒险同时也可能获得较丰厚回报的投机方式。主力资金往往在一个中长期的趋势中采用这种方法建仓。如果小资金也想采用这种投机方式，不妨可在当日交易“抢帽子”或隔日“T+1”交易中尝试一下，打打短线。做中长期趋势则一定要有雄厚的资金实力作后盾。

3. 坚定不移地设立止损。

止损，就是在买空或卖空期货合约时，如价格并未走向预期的方向而是相反方向的时候，在亏损的某个点位平仓出局以将风险控制在可承受范围的方法。

在股票交易中，也经常提倡止损。但股票交易是全额交易，发生亏损仅仅意味股票市值的减少，除非发生股灾，市值减少之后还有机会弥补回来。即使无法弥补，最多是投人资金造成减损，无论如何不会变成投入资金为负数。所以股票交易中的止损往往成了“软约束”，真正实行的比较少。

期货交易则完全不同，因为实行的是保证金交易，保证金比例一般仅占期货合约市值的3%～5%，即使股票指数期货的保证金比例可能会提高一些，一般也在10%左右，因此，当市值亏损超过3%～5%，或者10%的时候，就意味着你投入的资金已全部亏完，而且账上资金已成了负数，你还必须追加保证金。正因为这一点，及时设立止损成为期货交易中铁的法则，一旦发生亏损，如不及时壮士断臂，就有全军覆没的危险。

一位香港期货界的人士曾向笔者讲述一个他亲眼目睹的故事。他的一位朋友，1983年3月30日在香港黄金交易所大手笔卖空黄金期货。当时交易十分淡静，此君的卖单一直未能成交，高挂在卖盘上。此君无所事事，恰逢内急，便拿起一份杂志走进了洗手间。就在这时，交易所的大屏幕上打出一则刚收到的新闻：里根总统遇刺，生死未卜。作为当今世界头号经济强国的美国总统遇刺，对美国政局以至世界经济的震撼是可想而知

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。在动乱可能发生的前景下，全世界都抛售美元而抢购黄金保值，香港黄金期货一下子上升300多点。可怜此君原来高挂在卖盘上的单子不但全部成交而且马上造成巨额亏损。更为严重的是，这位先生竟没有事先设立止损单，所以亏损一直扩大到吞吃了他账面上的全部资金后才由交易所执行强制平仓。这个过程也就是10分钟的时间。此君从洗手间出来，抬头望见交易屏幕上显示的黄金价格，呆若木鸡，杂志也从手中掉到地上。就这一笔交易，这位先生亏损600多万港元，不但将原来积累的资金一下子亏了进去，还负债累累。在不经意之间，他上了一趟全世界最贵的厕所。

关于设立止损的方法，并没有统一的规定。因为期货交易一般都是委托经纪人下单交易的，所以设立止损可以听听经纪人的意见，同时在自己填写买卖期货合约的委托单时，一定要将止损点位填写进去。而期货经纪公司也应该硬性规定，没有填写止损的委托单一律视作无效委托单。

设立止损，可以根据市场的形势和自己的资金承受能力来确定。正确地设立止损，既可以有效地防范风险，又可以防止市场略一震荡就将自己震出局，使原来应该赚的钱跑掉了。

根据以往的操作经验，笔者介绍两种设立止损的方法。

第一，根据行情的运行状态设立止损的方法。

在平衡市的行情中，大盘走势还不明朗，股指忽上忽下，并没有明确的方向。尽管有时被套，但解套的机会仍然比较大，所以这时设立的止损点位可以适当深一些，在资金有保证的情况下，可将止损点设在一个停板的位置上（比如说10%）。

在抢反弹的行情中，因大势的基本方向并没有改变，反弹仅是一段短暂行情，随时有重回跌势的可能，所以这时设的止损点一定要浅，不超过5%比较合适。

短期调整的行情，与抢反弹的性质基本相同，大盘并没有从根本上改变方向，调整随时可以结束而重拾升势，所以这时卖空的止损点也可考虑设在卖空价位之上5%以内。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在上升行情和下跌行情中，大盘走势比较明朗。如果大盘仍然维持原来方向的走势，断不会出现反向停板的情况。换句话说，如果出现反向停板（即升势中出现跌停板，跌势中出现涨停板），则说明大盘有转势的可能性。所以，在这些行情中，止损点可以考虑设在一个停板以内的位置（比如8%）。

第二，根据技术分析的结果设立止损的方法。

技术分析的许多关键点、线也是我们设立止损时可以参照的重要依据。

黄金分割线。0.318，0.5，0.618是技术分析中经常运用的支撑和阻力位置，击穿或者突破这些关键点，往往表明大盘有转势或加强的可能，所以这些关键点位均可作为设立止损的参考。

移动平均线。技术分析中经常观察移动平均线对大盘的支撑和阻力作用。比较有代表性的包括5日均线（短期走势），20日均线（月线），60日均线（季线，反映中期走势），120日均线（半年线），240日均线（年线，反映长期走势）。在不同的市场行情状态中，结合多种移动平均线，也可以得出设立止损的多组数据。

切线。切线是将K线图上以往行情中多个低点的位置连接出一条直线，并往前延伸，这是未来行情中的重要支撑线；同时将以往行情中各个高点位置连接出一条直线，并往前延伸，这是未来行情中的重要阻力线。还有技术图形中头肩底或头肩顶的颈线、箱形整理的箱顶和箱底、上行通道和下降通道的上轨和下轨、旗形整理的上线和下线、三角形整理的角尖位置等等，所有这些在技术分析中视作支撑和阻力的位置，也都是设立止损可以参考的数据。

4. 留足预备资金。

在期货交易中留足预备资金，其意义如同在战争中留足预备部队一样重要。

如果说，在股票交易中还存在全仓买入的可能的话，那



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么在股指期货交易中应完全杜绝全仓操作的行为。股指期货的价格不论在什么市场形态中，发生反向变动的可能性都存在。如果你用全部资金买空（或卖空）股指期货合约的话，一旦市场价格朝你买空（或卖空）的相反方向变动，便意味着你手中的合约出现亏损。当日结算你的交易账户便出现负数，按规定要追加保证金。在手中没有预备资金追加的情况下，交易所有权将你持有的期货合约强制平仓，所发生的亏损由你自己承担。

笔者当年在交易所工作时，就看到某机构因没有留足预备资金而将原本应该盈利演变为亏损。该机构以高于现货价 300 元/吨的价格卖出 2000 张豆粕期货合约。如果能坚持到进行实物交割之前，期货价必定会向现货价接近，每吨赚 300 元利润的把握是相当大的。每张合约的现货单位为 10 吨，2000 张合约即 2 万吨豆粕，每吨赚 300 元即 600 万元的利润。可惜的是，该机构没留足预备资金。豆粕的期货价格比他们卖出的价格继续上涨 150 元/吨，按规定应该缴纳 300 万元的追加保证金。可是他们的账户内没有这笔资金，迫使交易所对其持有的 2000 张豆粕合约按市值全部强制平仓。原来有希望赚 600 万元变成实际亏损几百万元。尽管后来豆粕合约的价格果然回落到现货价格以下，但他们已经无法享受胜利果实了。

预备资金的留取比例可以视当时的市场形态和你的交易行为而具体制定。

如果是顺势交易，因为你是顺着市场的走势作买空或卖空，每日账面都会记有浮动盈利。但要防止市场突然变盘，在设立止损的基础上仍应留少部分预备资金以防不测。留取预备资金可占全部账面资金的 30%以内。

如果是逆势交易，你在一段时间内是逆着市场走势建仓，每日账面都会记有浮动亏损，只要大盘在没有发生预期的转势之前，亏损的数额都在增加。因此，你应将账面资金的大部分留作预备资金以应付每日所需用的追加保证金，防止可能发生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更大的逆势行情。1995 年，万国证券在国债期货交易中逆势操作，因后继资金不足被迫违规操作，导致大市崩盘的教训是十分深刻的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十六章

股指期货的投机风险

乔治·索罗斯的投机哲学，就是注意抓住一种既成趋势中的缺点并加以利用。在投机中，索罗斯将矛盾转换的原理发挥到了极致，瞄准突破口，用资金做“杠杆”，顺势而为，竟然撬动了各国政府的金融“堤防”，打败了各国政府。可惜“物极必反”，在他事业的顶峰却惨遭“滑铁卢”，他自己同样掉入矛盾的“怪圈”。在沉寂几年之后，索罗斯旗下的基金又活跃起来了，是世界经济的持续发展让他们又发现了什么机会吗？不论索罗斯今后会做出多么惊天动地的业绩，就从他以前的战绩来说，他也是世界上最会利用风险而创造盈利机会的“大玩家”。

尼克·利森同样将投机的对象集中到股指期货，一段时间还获得“神童”的美誉，但一招不慎，一把便将英国百年老牌银行玩得破了产。

中国的国债期货不逊色于外国人，“火”起来真的红透半边天，投机的气魄直逼国外的金融大鳄，一张上千万手笔的卖空巨单，将一家国内屈指可数的证券公司送上不归路。

是期货的投机毁了投机者，还是投机者的投机毁了期货？这是一个说不清道不明的问题，国内的金融期货便开了要停，停了要开，指数期货你可要走好。

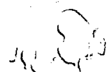
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以上我们从正面阐述了股票指数期货对股票市场的积极作用。但是我们也必须看到，股指期货作为一种金融工具，其本来意义是为股票投资者起防范风险、保值作用的。但作为一种金融工具，对使用这种工具的人来说，始终处于被动地位。就像原子能，既能被人类利用于和平建设，也同样可以利用来制造大规模杀伤武器，人们可以使用这种工具从事规避风险的运作，同样也可以使用这种工具进行投机。当股指期货被当作投机的品种来运用时，不仅不能起到降低风险的作用，相反还会扩大风险。所以，股指期货对于控制股票市场的价格风险来说，是一柄“双刃剑”，它在让人们回避风险的同时，也可能让人们面临更大的风险。尤其是对其可能因投机所造成的市场风险，更必须给予高度重视。

近十几年中，发生了许多国际国内金融机构凭借着雄厚的资金实力，充分利用期货市场的资金杠杆作用进行投机的重大事件。这些投机，给金融大机构带来了赢取暴利的机会，可是一旦投机失败，给他们的伤害也是致命的。在这期间，有几起金融机构的蓄意投机事件给国际整个证券市场以至世界经济带来了巨大的震动。这几件事：一是 1995 年英国巴林银行在新加坡的操盘手尼克·利森投机日经股指期货，造成了巨额亏损，致使这家有 100 多年历史的老牌银行倒闭的事件；二是 1997—1998 年间，国际对冲基金巨子乔治·索罗斯投机香港恒生指数期货，几乎摧垮香港经济的事件；三是发生在中国的“327 国债期货交易风波”，直接导致了中国最大的证券公司被重组以及第一个金融期货品种被停。

从这几件事件中，我们可以看到，事件的主人翁都是期货市场中的行家里手，甚至对期货的功能和作用都有着独到的理解和运用，并且不乏成功的经验，但他们最后都栽了大跟头，就是栽在投机上面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一、"神童小子"逞聪明，反误巴林银行性命

巴林银行创建于1862年，是英国历史上最悠久的商业银行之一，截至破产被收购前夕，在世界上30多个国家设有分支机构，雇员近4000人，其中海外占了近50%，在亚洲地区占1/3。巴林银行最初从事贸易活动，后涉足证券业，19世纪初成为英国政府证券的首席发行商。以后百多年来，该行在证券、基金、投资、商业银行业务等方面取得长足发展，专长于公司融资和投资管理，业务侧重于亚洲和拉丁美洲新兴市场，是伦敦金融中心位居前列的集团化证券商。至1993年底，其资产为59亿英镑，在英国列第18位，世界排名523位。在《亚洲金融》杂志组织的由机构投资者评选亚洲最佳经济活动中，巴林银行连续四年名列前茅。1993年该集团盈利1.05亿英镑，1994年税前利润高达1.5亿英镑。连英国女皇伊丽莎白二世的资产都委托其管理，素有"女皇的银行"之盛誉。就是这么一家经营得红红火火的百年老店，居然因为在股票指数期货中的一次不慎投机行为，一夜之间破产了。

操作这次投机行为的是巴林银行新加坡期货交易的负责人，当年年仅28岁的尼克·利森。利森曾经因成功地炒作日本期货赚了上千万美元而被称为"神童"。

利森1992年以总经理兼总经纪人的身份在巴林银行新加坡期货公司负责期货交易。为了处理一些错误的交易，他违反公司的规定，私设了一个"88888账户"，将一些错误交易放到这个账户里，然后企图通过私下交易将这些错误交易摆平。可是他怎么也没想到就是这个私设的账号，将他本人以至巴林银行都拖进了万劫不复的黑洞。通过私下处理错误交易，利森将自己放到了只许成功不许失败的境地。可是处理的结果却是亏损

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的窟窿越来越大，利森一面要造假账不断蒙骗公司总部，一面还要造一些假的交易要求公司不断给予资金支持。1993 年底，利森的这种未经授权的交易所造成的亏损已达到 2000 万英镑（3200 万美元）；到 1994 年底，亏损已达到 2 亿英镑（3.2 亿美元）。可是这一年巴林银行的报表上反映的是盈利 1.2 亿美元，利森为达到这个盈利水平立了大功。纸写的谎言总有被戳破的一天，利森十分清楚这一点。为了弥补越来越大的亏损窟窿，他只有用更大的投机行为来铤而走险。利森在分析日本经济的走势时发现，"二战"后取得经济飞速发展的日本，20 世纪 80 年代末开始进入衰退。经过几年的调整，日本经济在 1994 年出现了一些复苏的迹象，因此利森判断，1994 年下半年日本的股票市场应该强劲反弹甚至可能会反转。本来利森这次可以采取稳健经营的手法，在日本买进股票现货的时候，适当高位时可在新加坡期货交易所卖出日本股指期货而进行套期保值。但这时的利森因对自己判断的正确性过于自信，同时亦被自己初时取得的一些胜利冲昏了头脑，他为了迅速扩大战果，竟然选择了具有强大"杠杆效应"可以"以小博大"的股票指数期货来大赌一把。在日本和新加坡两个市场上大量买入日经 225 指数期货。也许利森对日本经济以及股价走势的判断是正确的，但偏偏天公不作美，1994 年 11 月 16 日日本关西发生大地震，将日本经济复苏的预期轰然震垮，日本股市急剧下跌。利森眼见在股指期货上不仅没赚钱反而亏了钱，本来他及时平仓出局，所造成的亏损还是有限的，但此时的利森已被突然而至的灾难扰乱了自己的思想，他既要想方设法向伦敦总部隐瞒亏损，继续争取资金支持；又要在突发事件中忙于应对。他不仅不收缩战线，静观其变，反而要扩大战线，四处出击，以图乱中取胜。手忙脚乱之中，错误频频，买卖时机都没有掌握好。抄底投入的股票指数期货没有见底，沽出的日本政府债券和欧洲日元也没有见到预期成效。1995 年 2 月 23 日，日经 225 指数再次急挫 276.6 点，利森手中的资金再也无法应付需要追加的保证金了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这时他才像一个输光了所有赌本的赌徒，发现亏损是无法挽回了。在无法交代的情况下，携妻逃之夭夭。次日，被通知追缴保证金的巴林银行才发现大事不好，清理利森留下来的账目，期货交易的账面亏损已经4亿多美元，手中还有未平仓的合约总值共270亿美元，包括购入70亿美元日经指数期货，沽出200亿美元日本政府债券和欧洲日元。对于这次轰动全球的股指期货投机事件，尼克·利森在狱中所写的自传中，解释是为了维持一个错误账号的收支平衡，而不得不采取一系列错误的交易行为，这真是令人难以置信。

在英国中央银行及有关方面的协助下，3月2日在日经指数及日经指数期货反弹300多点的情况下，巴林银行所有未平仓期货合约分别在新加坡国际金融期货交易所、东京及大阪交易所全部对冲平仓。至此，巴林银行损失达9.16亿英镑，合14亿美元之多。巴林银行破产了，百年老店竟毁于一个小伙计的一次投机活动，多么不可思议。



二、“金融大鳄”四处点火，最终被烧得焦头烂额

索罗斯在国际证券投资界可谓鼎鼎大名，他开创了私人资本竟敢与一国政府对抗，迫使政府低头就范的先河。实际上索罗斯的分析方法很简单，他就是通过长期观察研究一个国家或地区的经济运行走势，当一国经济呈现疲态，本国货币的购买力开始下降，而在国际上的汇率因惯性作用仍维持在原来的相对高位，未及时作出调整的时候，抓住机会重拳出击，利用本国货币购买力与汇率之间的落差，借力打力，乘势发挥，往往给一国经济以沉重打击，索罗斯当然从中也狠捞一笔。索罗斯洞悉国际金融市场中每一种金融工具的功能、作用以及它们之间的各种联系，借助这些金融工具形成各种严密的组合，将金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

融工具的功效发挥得淋漓尽致，也让他的对手防不胜防。索罗斯出道后第一个有名的战役，就是在1992年狙击英镑，英国政府尽管费了九牛二虎之力维系英镑的汇率，还是徒劳无功，最后不得不退出欧洲货币体系，索罗斯经此一役即净赚10亿美元。1997年索罗斯对东南亚各国货币的狙击，同样是看到东南亚各国均采取本国货币与美元挂钩的政策。在20世纪七八十年代，因美国经济衰退，美元疲软，东南亚各国货币币值相对较低，因此推动了这些国家的出口迅猛发展，经济快速增长。但到了20世纪90年代，东南亚各国在经过一段快速发展之后，经济出现一些隐患，比较突出的就是外债比例比较大，国内存在通货膨胀的压力，大量资金积压在房地产，本国货币有贬值需求。但恰恰在这段期间，美国经济开始复苏和繁荣，美元日益坚挺。与美元挂钩的东南亚货币，随着美元的坚挺而不断升值，这便与国内经济的要求背道而驰，反差越来越大。索罗斯正是抓住这个千载难逢的机会，采取各个击破的战略，先是大量借入东南亚各国的本币，然后抛出本币兑换美元。各国政府为了维护本币汇率，只得动用美元储备硬顶抛售本币的浪潮。这些国家的美元储备在短短几天内就被吞吃了一大半，但抛售浪潮仍然一浪高于一浪。实在顶不下去了，只得宣布放弃与美元挂钩的政策，任由汇率自由浮动。这时本币汇率应声一落千丈，一两天之内贬值30%～50%，有的更多。这时，索罗斯从容不迫地用美元兑换贬值后的本币，以归还银行，差价尽情落入他的腰包。可怜东南亚各国一个接着一个遭到洗劫，经济遭到沉重打击，一下子倒退了十几年。

索罗斯对港元的狙击是精心策划的，对各种金融工具的组合运用独出心裁，从中可以看出他的投资谋略堪称世界一流。香港不同于东南亚各国，虽然香港同样采取了与美元的联系汇率政策，但香港的外汇储备充裕，当时就达900多亿美元，在世界上排行第三。而且香港的货币发行有一条重要的政策，即每发行7.8元港币，金融管理局内必有1美元作为支持。这样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

索罗斯即使将全部港元都掌握在手，抛出来都有美元可供兑换，他休想占到一分便宜。像东南亚各国那样采用正面攻击港元无法奏效，索罗斯想到了迂回战略。他认准了香港的股票市场、股票指数期货市场与利率之间的微妙关系，以及看到了股票市场中的做空机制。一般来说，利率下跌，股票价格上涨；而利率上涨，则股票价格下跌。根据这种情况，索罗斯设计了相应的投机组合和操作思路：在恒生指数高位时大量卖空恒生指数期货，然后在市面上大量借入港元，然后抛港元套美元，香港特区政府为了保住港元与美元的联系汇率，就会动用政府的外汇储备，抛出美元而换回港元，市面上因港元的需求量急增而供给量减少，必然引起利率上涨；因利率上涨而引起股票价格下跌，再利用股票做空机制大量抛售股票，造成恒生指数急剧下跌。在股票价位低落时买入股票补仓和买入恒生指数期货平仓，以对冲原先在高价位时卖空的股票和恒指期货，赚取差价。这就像中国象棋中的一种“将军抽车”式的经济谋略。“将”的是“联系汇率”的“军”，“抽”的是“股票市场”和“股指期货市场”这两只“车”。为了保住联系汇率，香港特区政府一开始只能让他们在股票市场和股指期货市场上做空得手。利用这么一种传导机制，索罗斯屡屡得手，洋洋得意地宣称香港是他的“自动提款机”，想用钱时在电脑键盘前按几个键就行了。

1998 年 8 月索罗斯等国际炒家再度袭击香港，这一次他们的胃口更大了，他们的目标就不仅是“抽车”而是“将军”，目标直接对准了香港的联系汇率和香港 950 多亿美元的外汇储备。因为此时在亚洲金融风暴的吹袭下，亚洲地区一片萧条，东南亚各国货币严重贬值，日本、韩国汇率下跌，唯独香港在风雨飘摇中仍旧维持 1 美元兑换 7.8 港元的联系汇率不变。但香港经济已经极不景气，失业率持续上升，经济增长速度放慢，香港特区政府再次调低 1998 年经济增长的预期值。索罗斯等认为，挟最近战胜东南亚各国的余勇，集中优势兵力，再给香港经济重磅打击，香港特区政府很可能守不住联系汇率，如果联

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

系汇率一垮，香港经济将会崩溃，汇市、股票、期市将跌得惨不忍睹，国际炒家的投机将大获全胜。面对如此险恶的用心，如此严峻的形势，香港特区政府考虑再三，为了保住香港经济不受蹂躏，在没有选择余地的情况下，只有出面组织力量进行反击。这一场“没有硝烟的战争”从8月初开始，到9月初基本告一段落，这是一次政府对投机资本而组织的正面搏杀，双方动用大量的资金，斗智斗勇，打得惊天地、泣鬼神，让全世界关注着这场战役的人无不心惊肉跳，惊心动魄。

战役分为两个阶段进行：第一阶段是8月初至8月13日，主战场在汇率市场。8月5日，炒家们一天抛售200多亿港元，香港金管局动用政府财政储备如数吸纳，将汇市稳定在7.75港元兑1美元的水平上。6日，炒家又抛售200多亿港元，香港特区政府仍旧照单全收，毫不退让。直至13日，香港特区政府对炒家抛售的港元有多少吃多少，让汇率稳稳站在原有水平之上。在这一阶段，香港金管局采取了一项重要措施，就是改变了以往的做法，用外汇储备所兑换回来的港币，没有收归金管局内，而是放回去银行，继续参与流通。这就像一个蓄水池，索罗斯拉了一根管子向外抽水，而香港特区政府则再拉一根管子，把抽出的水又源源不断地输回到蓄水池，索罗斯再抽而蓄水池的水不见得会少。市面上流通的港元充裕，利率就不会上涨。索罗斯利用利率影响股市价格的机制被切断了，从而为香港特区政府在股市打反击战奠定了基础。

第二阶段为8月14日至9月初，主战场在股市和期市。在第一阶段，由于国际炒家来势凶猛，香港股市和恒生指数期货在动荡中剧跌3000点，国际炒家扬言要继续往下打3000点，到那时，香港股市非崩盘不可。但港府有备而来，谋定而后动，采取诱敌深入、后发制人的策略。8月14日开始动用财政储备出其不意全面进入股市、期市，在低价位全面扫货，重点购入构成恒生指数的几只大蓝筹股。香港特区政府财政司司长曾荫权说：这些蓝筹股价位早已超跌，极具投资价值，我捡了这么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多便宜货，有什么好担心的。至8月31日，恒生指数期货结算日，搏杀进入白热化。因为按恒指期货的交易规则，期货结算日的结算价，不是按照恒生指数的收市价结算，而是按照当日每5分钟的恒生指数加权平均价进行结算。也就是说，每一笔的交易价格都要计算入结算价，所以，股票市场一开市的战况就十分激烈，香港特区政府不给国际炒家任何喘息机会，交易量在全日急剧上升，全日总成交创造香港开埠以来的天量——890亿港元，恒生指数也稳稳站在8900点之上。索罗斯等国际炒家安图卖空恒指期货以牟取暴利的图谋破产了。其后的几日里，香港特区政府在期指市场不断巩固胜利成果，同时压低9月份恒生指数期货合约的价格，阻止国际炒家将8月份恒指期货合约转仓至9月份合约。经过此次战役，索罗斯等国际炒家精心策划的香港之战以失败而告终，据保守估计，索罗斯此次战役中的亏损达到4亿~5亿美元。同一时间，索罗斯在俄罗斯的投资失败，损失了20亿美元。香港之战，索罗斯似乎没有伤到元气，损失几亿美元对他旗下管理的几百亿美元的基金来说还是微小的。但是，经此一战，索罗斯从他投机生涯的巅峰跌落下来，从此开始走下坡路，到2000年3月，他又因投资美国网络科技股失利，基金收益率转为负数，继著名的对冲基金——老虎基金宣布解散之后，他旗下的量子基金也宣布解散了。可以说，索罗斯的量子基金从2000万美元起家，20年间横行世界，他所首创的投资、投机理念独步天下，曾引导他取得辉煌的胜利，量子基金在20年间也膨胀了上千倍。但是，正应了中国一句古语：智者千虑，必有一失。他在香港的投机活动，千算万算，将香港的经济运行状况和游戏规则早已揣摩到底，烂熟在胸，他的投机组合可以说是天衣无缝，滴水不漏了。但是，他就有一点没想到，那就是香港自1997年7月1日回归祖国之后，有中国内地作为坚强后盾，要保证香港长期稳定繁荣的决心。所以，香港特区政府在金融秩序的根本——联系汇率受到致命威胁时，不惜拼死一战。对香港特区政府决心的低估，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是索罗斯失败的根本原因。



三、"杠杆效应"——酝酿投机，国债期货被迫夭折

股指期货中的保证金交易制度，是期货交易中的一项重要的交易制度。有了这项制度，才保证了期货市场高度的流动性，让参与交易的每一个人都充分享受到了降低经营成本、提高资金效率的好处。可以这么说，如果没有这项制度，期货交易发现价格、回避风险的基本功能就无从发挥。

正是因为期货交易所的保证金制度，也不可避免地造成了期货交易的"杠杆效应"，即以较少的资金可以博取较大的利润。俗称"四两博千斤"，"以小博大"。举原来国债期货的例子说明：原来国债期货按规定收取 2.5%的保证金，每张期货合约规定的国债面额 2 万元。也就是说只要缴纳 500 元的保证金，就可以进行 2 万元的国债交易。之所以设计 2.5%的保证金的收取比率，是根据 20 世纪 90 年代初发行的三年期国债，一般每年的利率为 10%，三年到期的总收益率为 30%。将 30%的收益折算到每一天，每日的收益率仅为 0.27%。所以，2.5%的保证金已足以防范可能发生的交易风险了。但是从 1994 年开始，在通货膨胀的巨大压力下，我国开始对三年期以上定期存款（包括国债）实行保值贴补，国债的收益率出现了很大的变数，国债期货交易也就开始活跃以至火爆起来。设想一下，假如在 1994 年 10 月购买一张 1992 年发行的三年期国债期货合约（即上海证券交易所的"327 国债期货合约"），当时的合约价格约为 2.4 万元，所需缴纳的保证金为 600 元。如果持有这张合约直至 1995 年 6 月，国债的兑换价值是每百元面值的国债兑换 186 元。那么，国债期货合约的结算价格为每张合约 3.72 万元，对冲买入的 2.4 万元，每张合约赚 1.32 万元，而交纳的保证金仅 600



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元，投资回报率高达22倍。持有合约8个月时间，就可以获取22倍的回报，这是多么高的诱惑！但是，在22倍的高回报的另一面，如果有一个人在1994年10月卖出同一张国债期货合约，那么到1995年6月，它的亏损也将是1.32万元，亏损率也将是保证金的22倍，这又是多么惊人的风险！

就是这一张“327国债期货合约”，曾经让我国最大的证券公司——万国证券公司身败名裂，至今仍让国人记忆犹新。1994年，是我国经济实行宏观调控的第二年，根据当时的设想，是争取经济结构的调整“软着陆”，保持我国经济的快速稳定增长。实际上，1994年我国经济仍保持了两位数的增长，乐观情绪在一部分人之中仍有一定的市场。这一点，从1995年股票市场进入大牛市，沪深股票指数屡创新高得到印证。对形势的乐观估计，使部分投资机构的投资决策人产生了愿意与多数人“赌一把”，最终证明自己正确，是先知先觉者的心态和倾向。而辽国发、万国证券正是这种机构的代表者。他们也许认为，随着我国宏观调控力度的增强，通货膨胀能很快地得到控制，全国零售物价指数因在1994年底达到高峰，1995年开始回落，而保值补贴也应随之迭次降低。基于这种分析，他们于1994年底开始对国债期货做空。多空双方对形势发展产生巨大的分歧，国债期货的价格产生巨幅振荡，交易量直线上升。据统计1994年下半年上海证券交易所国债期货交易量达到1.9万亿元，相当于1993年的200倍，占上海证券交易所全部交易品种交易总额的3/4。其中，国债期货交易的品种又集中在1992年发行的三年期国债期货合约（上海证券交易所编号为“327国债期货合约”）。之所以选择这个品种进行交易主要基于以下两方面原因：一是发行数量少。该品种国债现券总共发行300亿元人民币，且是以实物券的方式发行，散落在全国各地，收集困难，大机构可借此凭借资金实力逼空。二是兑现时机适宜。该品种国债现券的兑现期为1995年6月30日，这段时间是中国经济运行态势最不明朗的时期，变数很多，容易引发多空双方的分歧。进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入 1995 年，我国治理通货膨胀的形势依然严峻，1、2 月份公布的保值补贴率继续呈增长趋势，而且从原来的一位数增长变成两位数增长。受此鼓舞，国债期货的交易日日火爆，价格节节上涨，原来的一些空头也逐渐加入多方阵营。辽国发、万国证券等空方主力承受了巨大的市场压力，他们在亏损日增、后续资金渐趋紧缺的情况下，为了压住价格上涨的势头，仍需不断卖出期货合约，持仓合约的增长已经无法控制了。终于，辽国发在亏损 10 多亿元的情况下，缴械投降，空翻多加入多方阵营，万国证券独撑危局，只能铤而走险。

1995 年 2 月 23 日，上一日刚公布的保值补贴率使各方更加坚定了看多的信心，上海证券交易所一开市，“327 国债期货合约”交易便异常活跃，价位呈飙升态势，由 148.5 元直线上升，最高至 151.98 元。这是有国债期货交易以来的当日最大升幅。后来，尽管价位出现反复，但始终站稳在 151.5 元以上，多方兴高采烈，空方则一片惊慌，有许多因无资金追加保证金而面临爆仓（即根据市价强制平仓）。如果这批爆仓盘推出来，那就如火上浇油，推动合约价格不可遏制地上涨。空方命悬一线，危在旦夕。下午 16:22，离收市不到 10 分钟了，“327 国债期货合约”仍站在 151.5 元，看来空方败局已定，第二日将是空方全面溃败的一天了。有的多头已经在偷偷地算账，这一波行情一共赚了多少。谁知，就在这时风云突变，电脑屏幕上突然打出有 700 万张“327 国债期货合约”卖出，将所有的买入单全部吃掉，价位从 151.5 元直落到 147.5 元。突如其来的变故，让全国站在电脑屏幕前的人全部都目瞪口呆，大脑一片空白，实在无法理解眼前发生的事情。不少多头更是痛心疾首，当日由盈变亏还是其次，如此巨量的单子砸盘，预示着明日又是一番什么光景，心中只有一片痛入骨髓的寒冷。几年后，笔者与当时场内人士谈起此光景，他们犹觉历历在目，心有余悸。当日国债“327 国债期货合约”的成交量达到令世人难以置信的 8536.25 亿元。这是迄今为止，国内没有任何日成交量可以望其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

项背的天文数字。

当日晚上，上海证券交易所发布公告，称当日国债期货“327国债期货合约”在下午16：22出现的异常交易情况，经查为万国证券公司严重蓄意违规所致，并决定自1995年2月23日下午16时22分13秒以后327品种的所有成交无效。这就是震动全国的“327国债期货交易风波”（以下简称“327风波”）。

“327风波”过去已有十多年了，笔者每思及此心中都有许多感慨，这一日是新中国成立以来中国金融史上最黑暗的一日，它不仅直接导致了第一个金融期货品种的夭折，而且影响到后来期货市场恶性投机之风日炽，使期货交易从一时之盛转入其后的一时之衰，至今仍未恢复元气。更为严重及深远的是，它的阴影仍将影响到在国内推出股票指数期货的进程及对指数期货运行的担忧。

对比国内外在这段时间内所发生的几宗期货市场上进行投机而发生的风险，可以明显看出我国的“327风波”带有明显的不成熟市场的特点。

（1）从投机者的行为和素质上看。乔治·索罗斯操作对冲基金的种种投机行为，是经过深思熟虑的，充分了解目标对象在经济运行中的薄弱环节和脆弱时点，按照既设的游戏规则，采取“请君入瓮”的方式，在一种相对公平、透明的市场环境和市场行为下，运用手中的资本进行博弈和较量。尼克·利森虽然带有更多的个人色彩，他对巴林银行采取欺诈行为，隐瞒事实真相。但他对所进行交易的期货市场，并不构成欺诈行为，仍然是按照市场规则运作的。所以，他的行为，一方面对他所欺诈的对象——巴林银行产生了致命的后果，但另一方面对日本、新加坡期货交易市场则没有带来十分严重的后果。我国“327风波”中的万国证券公司，虽然当时也是国内一流的投资机构，但在投机国债期货中毫无约束和毫无顾忌地表现出非理性的行为，完全无视期货管理法规和期货交易规则进行肆无忌惮的疯狂投机，投机成功将给市场其他投资者带来莫名的损失，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而投机失败不但带来自身的毁灭，而且引致交易品种的被“枪毙”和对全国市场的巨大管理震动。

（2）从市场环境看。成熟市场中对投机行为有明确和健全的法规约束，投机者对市场法规的冒犯行为明显减少。同时，市场的监督者也是依据法规行使监督权力，“游戏规则”一经确立，所有游戏的参与者以及裁判均依规则办事，不得越雷池半步。所以，当索罗斯狂妄地称香港为“自动提款机”，从中赚走大量金钱时，只要他不违规，香港特区政府对他也无可奈何。香港特区政府最后的反击，也均依规则办事；反击取得成功之后，为维护香港国际金融中心的形象，董建华特首和曾荫权财长即周游列国，对香港特区政府反击行为作出解释，重申香港作为国际自由港的政策没有改变，以取得国际谅解，欢迎各国继续在港投资。在国内的“327 风波”中，证券交易所以及国家监管部门显然没有现成的法规对投机者的行为加以约束。先是不可理解的竟然允许万国证券公司透支巨额资金抛出巨量卖盘并顺利成交；后是更不可思议地又宣布成交的合约无效，期货交易的信用荡然无存。实际依据规则，证券交易所作为买卖双方的中介，应承担信用担保责任，所有成交合约在买卖双方中任何一方不能履约时，交易所必须承担履约责任。当万国证券因透支而无法履约时，交易所紧接着也放弃履约责任，实际对交易者的权益已造成极大损害。对市场中出现如此严重的违规行为，监管部门的表现也是苍白无力的。

（3）从市场的组织体系看。在成熟市场中，各种金融品种的交易看似五花八门，让人眼花缭乱，但是每一种金融工具在整个金融市场的体系中都有明确的组织定义，其功能和作用皆为保障整个体系的健全和效用的更大发挥。如各种期货、期权，都是对应于特定的现货市场，满足于现货交易中巨大的回避风险的需求。由于这种需求的存在，使市场中套期保值者始终处于主导地位，保值的需求成为市场内部抑制过度投机的最重要的力量。国外的期货市场尽管也一再出现重大的投机事件，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其保值和避险的基本功能没有丝毫动摇，就是因为从市场内部机制上有了强有力的保障。我国因处于经济转型时期，市场体系和机制仍在重建过程，各种金融工具之间的耦合性受到很大制约。如国债期货，各国都有这个交易品种，但它所对应的，并不是国债的现货市场，而是在利率自由浮动条件下的货币市场。其主要的市场功能是规避因利率波动所造成的货币风险。我国在利率并未开放的条件下开展国债期货，其市场功能当然无法体现，套期保值也无法实现，出现过度投机是不可避免的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十七章

股指期货的风险防范及应对

中国传统儒学提倡趋利避害，市场经济的规律则是风险与收益成正比，风险越大，收益亦越大。对期货市场的风险，是消极地“避”，还是迎头而上，在风险中求生存、谋收益，由此而决定人们的价值观。

防范风险，不仅仅是防止风险的发生，更重要的是当风险已经发生的时候，准备好正确的应对措施，将自己的损失减到最低程度。期货市场中任何一次风险，其中往往孕育了极大的获利机会。

谋略学中有利用和制造风险以达到自己的目的，国际资本市场上对冲基金是个中高手。对风险进行正确的分析和运用，可以使其成为牟取收益的重要资源。

股指期货的推出，使我国证券市场开发出又一个新的金融期货品种，并在向与国际市场接轨方面迈出新的一大步。

股指期货的推出，使我国投资大众有了一个新的投资工具，对激活我国经济、活跃证券市场将发挥重要作用。

股指期货的推出，为我国股票市场提供了发现价格、回避风险的机制，将更有利于广大投资者特别是国有“三类企业”、机构投资者进入证券二级市场。

在我国证券市场上推出股指期货，确实有十分重要的意义，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种意义不论如何强调都不过分。但是，在强调种种意义的时候，应该不忘对风险提示。就如每一个交易者进入期货经纪公司时，工作人员在递过各种合同文书的同时，决不会忘了递交一份《期货交易风险揭示说明书》，将参与期货交易有可能面临的风险一一列举在上，交易者不仅要保证看过并理解了其中所有条款，还要求签上名，留在期货公司备案。

关于期货交易可能出现的风险，在前面各章中几乎都有介绍，股指期货是一把双刃剑，几乎在每一项“有利于”的另一面就是相应的风险。“发现价格”是为利，但价格的发现是无数次价格背离、扭曲又被否定的结果；“回避风险”是为利，但风险的回避又是以风险的被放大、被转移为代价的。

对期货交易中的风险防范，管理层加强监管与规范是重要的一个方面，但更重要的是投资大众提高风险意识，了解到我们所参与的是一项风险颇高的投资，只有在充分认识风险的基础上才会刻意去防范它，规避它。对风险能有效地规避，获利便尽在其中了。

期货交易中存在的风险，也许会阻吓一部分投资群体进入这个市场，但勇敢者不会将风险视为畏途而停滞不前。有人曾将期货交易与“赌博”混为一谈，并且振振有词地说：“以小博大，这不是赌博吗？”其实期货交易与赌博有着本质的区别，决定赌博输赢的唯一因素是运气，尽管也可以用各种统计学的方法对多种运气概率进行推演分析，但并不因此说明赌博背后有任何实质内容。而期货交易则是虚拟经济的一个组成部分，虚拟经济又是以实物经济为基础，总体受市场经济内部运行规律支配。所谓“以小博大”不是赌博中买小买大之“小”和“大”，而是期货交易中特有的保证金交易制度，可以用较“小”的资金从事放大若干倍的交易，争取较丰厚的回报，这与赌博绝不可同日而语。

风险历来与收益成正比。风险越大，收益越丰。世界上风险最大的事业无非是战争。当国家利益、民族存亡和政治经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

集团的根本利益受到严重挑战的时候，会不惜放手一战。战争的风险巨大，不但会死人，还有许多建设成果的毁灭，最严重的是要接受战败的风险考验。即便如此，世界上战争仍然不断，因为战胜的巨大收益在向人们招手。至于走上战场的军人，除了有国家民族利益为根本驱动力之外，他们冒着丢失生命的风险接受战争，也不可否认有着收益军人的各种荣誉、实现军人价值的内在驱动。他们走入战场，不是为了去“死”，而是为了活着回来，因为他们的“生”，是以敌人的“死”为前提的。

中国是个儒学思想传统源远流长的国家，儒学的核心就是一个“礼”字。用“礼”将人们的思想行为、身份地位、利益格局构造在一个框架里面，“非礼莫听、非礼莫视”，对“礼”所规定的从形式到内涵都不允许变动，所以孔子对所处春秋时代各国因政治经济军事发展不平衡而造成利益格局的重新安排都视作“礼崩乐坏”，多数是不赞成的。儒学思想深深浸润了中国的民族精神，中国人安分守己，满足现状，趋利避害，对风险以“避”为上，有风险的事以不碰为妙。而同样闪耀着中国人智慧光芒的谋略学，一方面流入政治学，在政治暗箱操作的年代，政治谋略也只能私相传授，登不得大雅；另一方面流入军事学，成为一种专门学说，而未能进入社会主流思想。中国的谋略学中，倒有不少利用风险甚至制造风险以达到自己最大收益的思想，如大家熟悉的“三十六计”中，就有不少如“趁火打劫”、“落井下石”、“无中生有”、“移尸嫁祸”、“釜底抽薪”等等计策。可见风险并不都是消极的、有害的，风险之中有巨大的获利机会。

国际上有名的对冲基金，是利用风险和制造风险以盈利的大家。成立对冲基金的初衷，是利用证券市场中各种金融工具之间互相制衡、互相抵消风险的机制稳健投资，保证稳定的收益。但实行的结果是通过回避风险的收益远没有利用和制造风险的收益要大，“英镑危机”、“墨西哥金融危机”、“东南亚金融



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

危机”、“香港港币汇率危机”、“俄罗斯金融危机”，无处不见对冲基金兴风作浪的身影。在他们肆虐的地方，根本不知金融期货为何物的升斗小民，同样遭受了惨重的损失，这种风险你想避都避不了。中国改革开放之势已不可逆转，在全球经济一体化的浪潮中，中国经济已不可避免地越来越深入地进入世界经济之中，国际资本也不可避免地大规模进入中国市场，国内经济的运行将越来越向国际社会制造的“游戏规则”靠拢。资本市场自身存在的种种风险也必然对国民造成困扰，就看你如何应对。

所以，本章将专门讨论股指期货市场中风险防范以及应对问题，权当是一份风险揭示说明书。



一、股指期货引发股票市场的立体“战争”

探索股票价格变动的规律，为“炒”股人孜孜以求的目标。影响股票价格变动的因素，除了基本面的因素之外，讲究技术分析的人士，还会注意到成交量、供求关系、市场预期、买卖心理以及时间等等要素对股票价格变动的影响。在不同的情况之下，这些要素往往被强调到“唯一”的地位。有人说，成交量是决定一切的；有人说，时间是决定一切的；还有的人说，供求关系决定了股票的价格等等。但是，不管强调哪一个要素，在一个确定的股票运行趋势中，各个要素的运动方向基本是一致的。如果这些要素之间出现背离情况，往往视作股票价格将向另一个方向运动的征兆。比如说成交量放大，而价格却上不去，这是“滞涨”，可能预示上涨乏力，股价会调头向下。这种种因素，均围绕着股票价格的涨或跌而展开。其种种表现和形态，往往反映了股票价格或升或跌或变盘或反弹的某些微妙的预兆。

围绕着股票价格的变动，各种分析因素组成一个趋势运动的多维空间。在这个空间中，从研究成交量、供求关系、市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预期、买卖心理和时间的各种变化，进而探讨这些变化与股价的变动趋势之间的各种相关关系。

试想一下，如果加入股票指数期货这一大要素，对股票价格的变动会有什么影响呢？或者反过来，股票价格对股票指数期货的价格变动又会有什么影响呢？

股票指数期货是另一层多维空间。在这里，围绕着期货合约价格的变动，同样有着成交量、供求关系、市场预期、买卖心理和时间等等因素的变化。

我们在前面的章节已经探讨了股指期货市场对于股票市场来说，既受其影响和制约又相对独立，反过来也可影响股票价格的走势，它们之间是一种互动的关系。

细致分析下去，它们之间的互动关系，涉及两个市场中方方面面各种要素。包括：股指期货的成交量对股票成交量的影响，股指期货的供求关系对股票供求关系的影响，股指期货价格的市场预期对股票价格的市场预期的影响，股指期货的买卖心理对股票买卖心理的影响，股指期货的运行时间对股票运行时间的影响等等。还有，股指期货的成交量对股票的供求关系、市场预期、买卖心理和时间因素的影响，股指期货的市场预期对股票成交量、供求关系、买卖心理和时间因素的影响等等，形成一系列博弈网络，要罗列下去的话将会十分冗长。

再细下去，股指期货还有各不同月份期货合约的互相影响。

种种要素之间，要研究它们的正相关关系，负相关关系、离散关系、背离关系等等。

如果说，股票市场的运行是一层空间的话，股指期货市场则是在这之上的另一层空间，其中还蕴含了不同月份合约的各个空间层，这数层空间之间，信息互相激射、互相反馈、互为因果、互相作用。

如果说，股票市场之中的多空之争还是在一个层面的争夺，那么，随着股指期货的加入，多空之争已经是发生在多个层面的激烈争夺，地面“战争”已经演变为立体“战争”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1997年至1998年发生在东南亚的金融风暴和发生在香港的港元保卫战，给我们提供了一次就近观察这种“战争”的绝好机会。香港著名作家梁凤仪为此写了一部小说《金融风暴》，就这场“战争”对国民经济和群众生活的蹂躏和摧毁，作了淋漓尽致的文学描写。

当然，并不是说推出股指期货就意味着“战争”，没有股指期货，经济上的攻防战也会以其他方式进行。在国际贸易中，各国之间贸易摩擦不也有发展为贸易战的可能吗？中东各国对“石油武器”不也发挥着淋漓尽致的作用吗？在各国的金融市场上，不是随时晃动着对冲基金的身影吗？我们不能再回到封闭，应该以开放的心态正视我们即将面临的种种现实问题。提出这个问题，就是说对股指期货这类杠杆作用很强的金融工具其中蕴含的风险要有充分的认识。随着我国改革开放步伐的加快，人民币迟早会自由兑换，除了股票指数期货，外汇期货以及各种期货期权还会推出，我国资本市场迟早会与国际接轨，认识其中的风险，我们才会有备而无患。

二、做空能量集中释放与扩大效应的应对

做空机制亦称卖空机制。我国股票市场暂时没有做空机制，你必须买进股票，才能卖出股票，而且卖出的数量不能超出买入数量。香港的股票市场有做空机制，自己的账户里没有股票，可以向其他账户借入股票而卖出，然后再买入股票加以归还。而股票指数期货则既不需要“有”，也不需要“借”，只要你愿意，直接卖空期货合约就是。

做空机制的一个直接效果就是空方的能量得到了强化。加强空方能量，对保持证券市场多空力量的平衡，维持证券价格的稳定有着不容忽视的积极意义。

没有做空机制，投资者只能从股票价格的上涨中赚钱，心态上便只会希望股市涨而不希望股价跌。因此，做多的资源和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做多的题材被充分挖掘，做多的能量被充分发挥。相应没有空方力量的制约，股市在投资大众的哄抬之下，或是急速、或是缓慢，总之是坚定不移地往上走，不惜将基本面一再地透支。空方的题材一再被淡化被忽视，中途应有的调整一般不充分。股价总体水平脱离了公司业绩的实际支持之后，投机的气氛越来越浓厚。市盈率居高不下，让股市越走越虚。2000—2001 年的行情便带有这些特点。本来前几年我国经济的基本面情况不错，国民生产总值结束了七年增速下滑的局面，经济总体向好的格局已经形成。但股市对此过度反映，在国民生产总值增速7%的基础上，股票指数则以每年 30%以上的速度增长，市盈率从平均 30 倍上升到 60 倍。尽管经济发展继续向好，但资金推动型的股市却现出疲态，欲上无力，欲下不能。

推出做空机制，使双方的力量可以得到平衡，在基本面向好、维持股价总体向上的时候，可以利用每一个做空的题材让股市充分地调整，控制股票价格不脱离宏观基本面以及公司业绩支持的范围，让股市健康地发展，所以说，做空机制是股市运行的内在需求。

在一般情况下，因为有了做空机制，股市一旦出现有利于空方的因素，市场会迅速反应，股价便马上做出调整，从而避免了做空能量逐渐累积、集中爆发的可能性。

但这只是指“一般情况”下，如遇到特殊情况，做空机制又可能让做空的能量放大若干倍，对市场过度杀伤。

这些特殊的情况包括，突然而至的利空消息，虚假利好消息刺激股市疯涨后的强烈反压以及蓄意的恶性投机活动。

1. 突然性的利空消息。包括各类对股市构成影响的突发事件、重大政策的改变等，事先毫无征兆，突然性爆发，股市价格应声而落。比如 2001 年 9 月 11 日，国际恐怖组织对美国突然发动袭击，世界的金融中心——纽约世贸大厦在两架民航飞机的撞击下起火焚烧，轰然倒塌，造成数以千计的民众丧生。消息传出，西方世界股市、期市一片惨跌，纷纷

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

宣布暂停交易。香港联交所第二天开市，当日下跌900多点，创下数年来当日下跌幅度之最，日本、韩国股市跌幅都在10%以上。而纽约股市在停市三天后开市，道指也直下超过1000点，全球主要证券市场粗略估算，“9·11事件”所造成的股市市值损失超过1万亿美元。而股指期货承受这种突然而至的利空消息，空方认为是盈利的绝好机会，更有甚者，制造“9·11事件”的国际恐怖分子，预先便在股指期货市场上大量卖空。据消息披露，“9·11事件”前的股指期货市场上，卖空的期指合约为平常交易日的数倍。乔良、王湘穗先生在《超限战》中描绘的将金融工具当作战争手段的情景，似乎就展现在人们面前。在利空消息驱动下，大量的卖空合约源源而出，期货合约价格直线下跌，原来做多的期货合约急于止损，也不顾一切地卖空以对冲，期货价格的下跌呈加速状态，从原来的“期货升水”转眼之间变为“期货贴水”，而且基差还有加宽之势。受股指期货急剧下跌的拖累，股票价格还会进一步下跌，两者互相影响，你追我赶。直到多方能站稳脚跟，空方获利丰厚而开始买入期货合约对冲平仓，下跌之势才会止住。

股票的卖出，受市场浮筹数量的制约，机构大户在汹涌而至的抛盘面前，除非能提前出货，否则一般会锁定筹码，不会盲目加入抛售的行列，因为这样会给自己带来更大的风险。而股指期货合约的卖空，则没有任何数量上的限制，同时卖空还能带来盈利，所以能吸引资金大量地投入进去。对待同样一个利空消息，股票市场与股指期货的卖出行为有着本质的不同，而股指期货将利空消息对市场的影响放大了许多倍，甚至可能加深股灾的发生程度。当然，在股市深度下跌之后，由于股指期货做空获利盘开始对冲，买盘不断涌出，又能对股市起到托盘的作用，但毕竟是深跌之后的反抽，股市中的投资者已经蒙受重大损失。

2. 疯狂上涨之后的强烈反压。有时股市、期市在众多真真

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假假的利好消息烘托之下节节拔高，这时做空机制似乎失灵了、麻木了。因为做空如果找不到合适的题目并能聚集人气，做空反而被套，到了止损点还必须买入期货合约来对冲，又进一步助长了买涨的气焰。

股票指数达到顶部的时候，空方的力量在这时开始累积，股票持有者眼见指数上涨趋势放缓，头部开始形成，也开始卖出股指期货合约套利，在顶部多空双方对峙的时间越长，空方的持仓合约越多（期货术语为空盘量越大），空方已经积存下雄厚的做空实力，形势已如“乌云压城城欲摧”，一旦多方防线失守，就如大堤缺口一般，做空力量倾泻而出，迅速摧垮多方的一道道防线，股票指数直线下跌，空方扬眉吐气，做空能量又一次集中地呈扩大之势释放出来。

3. 恶意投机。股指期货“以小博大”的杠杆作用，为恶意投机者提供了一种影响股票价格的投机机制。在一般情况下，个别的投机大户要想操纵股指期货合约的价格，难度是很大的。股指期货是通过公开竞价、集中交易的市场，每日每时的成交量都十分巨大，活跃的成交使在股票市场屡屡得逞的“对敲”几乎成为不可能。但是，只要有巨大的利益诱惑，恶意投机的可能性依然存在。

乔治·索罗斯之所以敢于与英国政府对撼，与东南亚各国对撼，与香港特区政府对撼，除了自己有一定的资金实力，主要还是在投机取“巧”上面，以各种金融工具为杠杆，借力打力，“四两博千斤”，重拳出击各国政府最薄弱的环节，令对手防不胜防。

中国开放的大门在打开，国际资本进入中国证券市场已是大势所趋，其中也不可避免有各种对冲基金进来冒险，即使对冲基金不来，中国证券市场中恶意投机者同样存在，每年披露、处理的恶意投机事件时有发生。他们也一定会染指股指期货市场。恶意投机者的存在，对投资大众来说，就意味着风险。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、价格波动扩大，股民心态需调整

从股票市场的独立行情，到加入股指期货后的互相影响，股票行情特立独行的状态消失了，而处处反射出股指期货行情运行的影子。

股票行情的一个重要变化就是股票指数的振荡加剧，价格波动的扩大。

回顾前十年股票指数的运行特点，是牛熊分界清晰，大盘基本上不是牛市就是熊市，处于过渡阶段的平衡市时间很短。而且从K线图（图17—1）上看，股票指数基本围绕着20日均线上下运行，说明我国股市虽然震荡比较频繁，但振幅很小，以短期趋势为主。

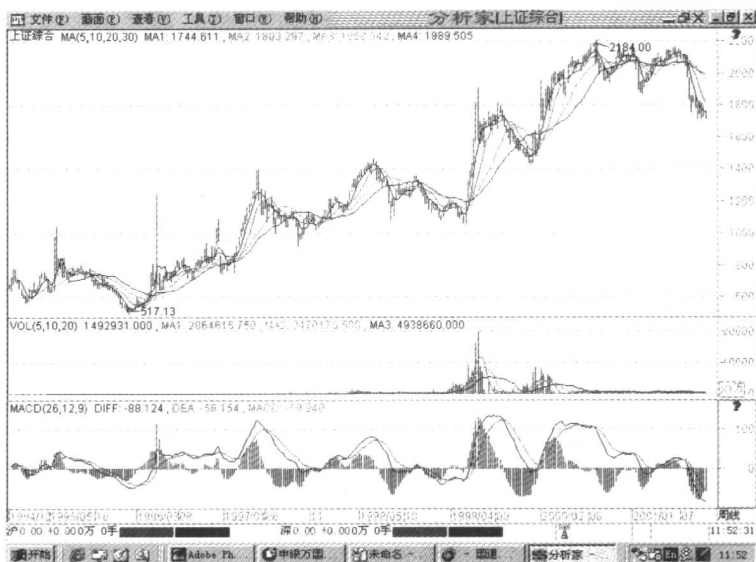


图 17－1　上证综指 1993—2001 年周 K 线图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而我们反观香港恒生指数，因为有恒生指数期货的影响，牛熊市之间的转换时间比较长，且指数基本是围绕 200 日均线上下运行。

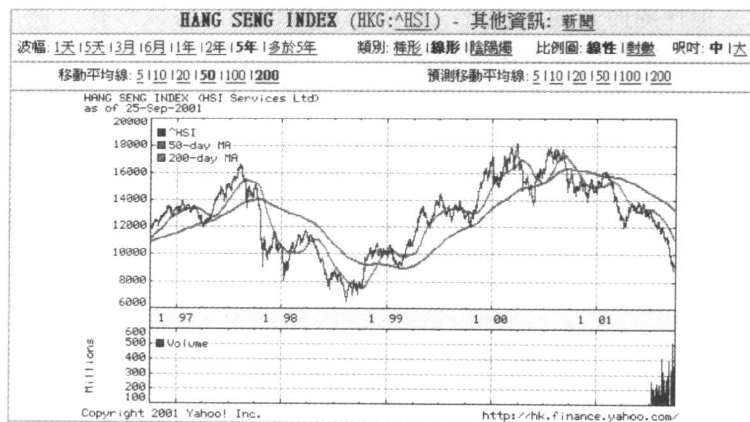


图 17－2 恒生指数 1997—2001 年运行图

从图 17—2 中我们看出，从 1997 年至 2001 年 5 年间，有两次创出历史新高（分别为 1997 年 7 月的 16000 点和 2000 年 3 月的 18000 点），中间间隔三年时间，而且恒指在 200 日均线上方运行与在下方运行的时间大约为 3：2。基本是以中长期趋势为主。

如果我国目前股市围绕年线上下运行的话，投资者的投机回报一定很低，股市的成交量必然极度萎缩，各机构投资者无法获利，券商的日子也一定是很清贫的。

香港股市之所以能长期依赖于中长期趋势，其中一个重要方面就是做空机制和恒生指数期货市场的存在，通过多空双方的互相拉锯，让指数围绕着长期趋势振荡运行，从而维持股市鲜活的生命力，至今股市的平均市盈率未超过 30 倍，不少股票仍具有投资价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推演下来，如果我国推出股指期货，股指振荡的周期会放慢，震荡幅度加大，股指的重心也会出现下移的趋势，也许会以 60 日均线或者 120 日均线为中心移动。出现这种态势，对股市的健康发展有利。

但伴随而来的，是短线投机的风险增加。跟风炒作、追高买入的结果也许就是深深被套。

如果出现宽幅振荡围绕中长期趋势上下运行的行情态势，那么投资者目前的炒股心态便需要作彻底调整。特别是做空机制仅存在于股指期货交易中，而股票交易却没有做空机制的情况下，短线风险是很大的。摸准股票指数运行的波段脉搏，选取有公司业绩支持的股票进行投资为上上之选。



四、追加保证金的紧迫性，参与投资需仔细掂量

期货交易采用保证金交易的机制，给予投资者以少量资金获得丰厚回报的可能，同时保证金交易制度后面也隐藏着迫人的风险。

保证金制度，有点近似于押金，但运作方式又完全不同于押金。不同品种的期货合约，对保证金有不同的要求。比如商品期货中，铜、铝、大豆、小麦等，按交易市值的 5%收取保证金；而豆粕，则按交易市值的 7%收取保证金。金融期货，因为是新开品种，保证金比例在 10%左右。

与押金不同的是，期货交易采取每日盯市制度与保证金制度相配套。即每日对每一个交易者手持合约按当日的结算价进行结算，计算出每张合约的浮动盈亏。如浮动盈利，则开户账号上记下盈利，盈利部分按规定可以用于扩大交易，但在对冲平仓之前不许提取。如浮动亏损，则抵减所缴纳的保证金，同时对保证金缺额要求立即追加补足，叫做“追加保证金”。如追

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加保证金不能按时到达交易所的账户，交易所有权对欠缴保证金的期货合约实行强制平仓。

如陷入追加保证金的窘境，对交易者来说将承受巨大的压力，这种压力一来自精神方面，二来自资金方面。

东北有句俗语：舍不得孩子套不住狼。但追加保证金却很可能舍出去孩子还套不住狼。如不追加保证金，执行强制平仓，原来投入的资金可能血本无归；如追加保证金，有可能亏损金额不断扩大，当资金来源枯竭的时候，仍然面临强制平仓。这种风险甚至可能连累到期货交易所。

1987 年，香港发生股灾，恒生指数一日下跌 600 多点，占当时指数的 30%。恒生指数期货同样跌得一片狼藉，许多交易者资金枯竭无法追加保证金。交易所执行强制平仓后造成亏空 20 亿港元，如果不是香港特区政府施以援手，紧急拆借 40 亿港元给交易所救急，交易所当时就要破产。

1995 年上海证券交易所的“327 国债期货交易风波”，如果不是当时宣布最后 10 分钟的成交作废，万国证券造成的亏损十几亿元将要由交易所承担。



五、套期保值和套利往往排斥中小散户，使其面临较大的交易风险

根据市场经验，股指期货市场中占七成以上的交易为投机性交易。机构以及资金雄厚的投机者，可以将资金进行合理分配，利用股票市场和股指期货市场安排套期保值和套利交易，在市场有机会的时候也进行投机，通过组合投资的方式，最大限度地减少市场风险并争取最大的收益。散户因资金单薄，无法将资金分散投资，所以面临的投机风险远远超过资金大户。

因此，曾有人提议股指期货市场拒绝向散户开放。方法就是加大每张期货合约的成交金额，比如说将每个点数设定为人



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

民币500元，使散户无力交易，使之成为“大户俱乐部”。如此一来，实际对散户并不公平。因为股票市场与股指期货市场紧密相连，通过反向操作的方法，股票市场上的损失也许在股指期货市场可以弥补回来。散户失去进入股指期货市场的权利，岂不在股市上成了任人鱼肉。所以，因存在风险而拒绝散户入市并不是一个好办法。

又有人建议股指期货市场只准进行套期保值交易，而不许进行投机交易，这也是不现实的。且不说股指期货市场允许投机，投机还占了交易的较大比例，就是套期保值也是离不开投机交易，市场上没有投机盘，就好像鱼塘里没有水，“鱼儿”还能成活吗?

有风险才会有收益，套期保值者肯让出部分收益，也就是为了同时转让出风险。投机者只有承担风险，才能获得收益，这是一块银圆的两面，而单面的银圆是无法在市场上“流通”的。散户在承接较大交易风险的时候，也存在较大的获利机会，在交易时必须预先作出风险评估，估算一下自身的风险承受能力，及时设定止损，顺市交易，争取将风险控制在最小限度。

散户在股指期货市场中遇到的另一种风险，就是资金大户利用其资金、信息的优势进行的“抢轿”行为，导致散户处于不平等地位。所谓“抢轿”行为，就是资金大户利用股票市场和股指期货市场价格出现联动的机会，预知自己将会在其中某一市场买入或卖空的时候，提前在另一个市场买入或卖空而获取差价。“抢轿”行为又分为两种：客户“抢轿”和自我“抢轿”。

客户“抢轿”指的是某些既有自营业务又有经纪业务的综合类证券公司和期货公司，当得知自己客户将在某个市场上大笔成交，且这种成交将会对价格走势带来影响的时候，其自营资金提前在另一个市场上做出成交，坐等价格变动给自己带来的收益。

比如，某期货公司，了解到自己的一个资金大户将大量购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入某股指样本股，从而推动股指上扬。所以便提前买入股指期货合约，等到客户买入股票果然推动股指上扬之后便对冲出局。

自我“抢轿”指的是某些资金大户，自己计划在某个市场采取买卖行为时，提前在另一个市场做出买卖而待机获利。

比如某机构，计划大量抛售某股指样本股，预计会引起股指下跌，因此便提前卖空股指期货合约，待股指果然下跌后对冲出局。

特别在股指期货交易开始运作的初期，因参与的资金还不太多，大额交易对股票指数升跌的影响比较明显，“抢轿”交易还是比较容易实现的。随着时间的推移，交易规模不断扩大，市场的流动性愈加充分，“抢轿”交易的风险便随之增加。“抢轿”交易的存在，使散户额外承担了交易风险。除了在市场监管中应对“抢轿”加以限制以外，更重要的是加快对股指期货市场的培育，扩大交易规模，提高市场的流动性和效率。



六、股指期货价格出现失真，会加重投资者心理压力，引起恐慌性抛售

股指期货价格的失真，一是因为价格被人为操控，二是因为一些技术上的原因所造成。

人为操控股指期货的价格，一般来说难度是相当大的。但在市场运作的初期，市场交投尚不活跃、流动性尚不充分的情况下，操控的可能性尚不能完全排除。但这种操控价格的力度，会因为不断有新资金的流入而逐步减弱。

技术上的原因指的是股指期货自身的某些特点，在某些比较敏感的时点上会引起多空双方严重对峙，有时会离开基本面甚至技术分析的轨道而产生价格偏移，反过来又影响股票指数的走势，产生市场动荡。

比如在接近股指期货合约最终结算的时间里，一般持有期



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货合约的交易者都不愿意将手中的合约保持到最终结算日那一天进行交割。为了争取用对自己有利的价格对冲手持合约，多空双方都会投入较多资金打压对方，希望市场价格朝对己有利的方向发展，并且试图用期货价格影响股票市场的走势。这时多空双方对峙的价格，有时会偏离基本面和技术分析的轨道而造成失真。失真的价格信号不论对期市中的投机者还是股市中的投机者都会带来风险。

还有一种情况就是，当股票指数累积到一定升幅，资金大户开始在股指期货市场上安排套期保值和套利的交易。然后便抛出手中的股票，因为有股指期货保驾，抛售股票不仅仅是获利回吐，更重要的是打压指数。当股票指数与股指期货同时呈下跌态势时，会引起一般投资者的恐慌心理，更多地抛售股票，股票指数下跌得愈深，卖空的股指期货获利空间则愈大。股票市场因而加剧了震荡。1987 年美国纽约股票出现大幅振荡便是出于这种原因。因此还引起两派喋喋不休的长期争论：一派认为股票指数期货是引起“股灾”的罪魁祸首；一派则持相反意见，认为恰恰是卖空的股指期货在股指低位获利回吐，才促使了股市底部的企稳和回升。

实际上，这两派的意见正好各执一端，反映了股指期货的两面性：一方面可能引起股票价格加速上升或下跌，从而加大了振荡幅度；另一方面又因为股指期货在上升或下跌过程中都有获利的可能，在上升或下跌一段时间后会有获利盘主动出来对冲而有力地阻止股票指数的升势或跌势。由于这两面性，股指期货的利与弊也尽在其中。



七、股票市场与股指期货市场的不对称性，有可能加剧股指的动荡

股票市场与股指期货的不对称性表现在我国的股票交易中，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就是目前还没有融券的做空机制，因此股票交易一定是在股票价格上涨过程中才能赚钱。

股指期货交易中却既可以买空，又可以卖空，股指期货不论在上涨过程中或下跌过程中均可赚钱。

存在这种不对称性，使股指期货的套期保值和套利的功能均受到限制。即在买入股指期货后，一旦行情向下逆转，股指期货合约只有止损平仓一条出路，而无法运用股票的卖空套利或对冲。

比如某投资者看好股票市场，买入 3 个月期的股指期货，准备 3 个月后再买入股票进行套期保值或套利。但是在这 3 个月中，股指期货属单边买进，致使风险暴露，如这 3 个月确实股票指数一直上涨，3 个月后才可在股票交易中套期保值或套利。但在 3 个月中，股票指数的任何向下波动，因没有股票卖空的保护，持有多头股指期货合约都面临亏损的风险，如果不得不止损平仓，将直接造成套期保值或套利计划的失败。

这种不对称性还会造成另一种后果，就是在对股票指数走势影响中，股指期货交易的影响力将大于股票交易。在股票与股指期货交易的互相制约中，股票交易将处于弱势地位。

股票交易之所以处于弱势，一则是因为需全额交易，不及股指期货中保证金交易的“杠杆效应”；二则因为股票交易只存在单边交易，不及股指期货双边交易所形成的不论股指升或跌都能赚钱的效果。

所以，当股指期货明显超出股票指数处于超买状态，价值被高估时，股票交易无力通过自身的卖空行为制约股指期货价格的过度上涨。尽管股指期货合约最终以股票指数为结算价，因此必然会价值回归，但在合约的存续期间内，股票指数在股指期货价格出现价值高估而背离时，因股票交易缺乏做空机制而无法迅速影响股指期货价格的运行方向。

相反，当股指期货超卖，价值严重低估时，股票交易又因没有做空机制，套利者不能自由地卖空现货，买进股指期货套

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利，股指期货将持续地被低估，同样影响股指期货的套期保值和套利功能。还有，在股指期货做多者，由于不能在现货卖空，成为纯粹的投机者，致使风险暴露。如市场转跌，多头为了止损只有抛售股指期货合约，造成市场剧跌，加深动荡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十八章

金融衍生产品市场风险事故分析

这里所分析的市场风险，不是因投机而造成的风险，恰恰相反，是因为想规避风险而造成的风险；不是因技术手段落后而造成的风险，恰恰相反，是因为先进的技术手段而造成的风险；不是因为资金实力不够强大而造成的风险，恰恰相反，是资金实力太强，有恃无恐而造成的风险。所以这里揭示的风险，以事故而对待之。所谓事故，则是意外之事，从这种种意外中，找出我们值得吸取的教训。

“前事不忘，后事之师”。希望揭示的这些风险和教训，不仅仅是阻吓，更可以起到路灯的作用，照亮前面的一块石头、一个水坑，不要绊着了你的脚、弄湿了你的鞋。

风险事故时常有，但也不会经常有。上世纪末亚洲和俄罗斯金融风暴以来，不论是国际还是国内，衍生产品市场上大的风险事故至今还少有所闻，这说明风险防范问题已经引起大家足够的重视，从各级监管部门到参与其中的投资者，风险防范的意识和措施都是前所未有的。但警钟仍应长鸣，防患要着眼于未然。根绝事故，衍生产品市场才会健康发展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票和股指期货都属于风险市场，由于投资者参与市场的目的不同，在市场的投资行为也有很大区别。有的投资机构，从基本意向来说，并不是仅仅为了投机，更大程度来说，还是要套期保值和套利。但因为其他市场因素的影响，或者是基本面发生重大逆转，或者是因为一些技术上的原因，使他们套期保值和套利的行为意外遭到失败，结果酝酿出巨大的风险事故，其中的教训尤其深刻。

我们倡导理性投资，但因为市场对投机行为的客观需求，使我们恰恰很难区别市场上投机行为的是与非。甚至可以说，投资行为不一定都是理性的，而投机行为也不一定都是非理性的。

为了警醒投资，笔者从国际和国内市场上所发生的种种风险事故中，摘选出一部分案例，并尽量地作出一些分析，给大家做参考。

一、美国奥兰治县破产

1994 年 12 月 6 日，美国南加利福尼亚州的奥兰治县（Orange County，又译作橙县），因财政亏损额达 16.9 亿美元，向法院申请破产保护。这是美国有史以来金额最大的县级地方政府破产案。

奥兰治县本是美国最富庶的地区之一，平均每户年收入 4.6 万美元（全加州平均每户年收入 3.6 万美元），著名的迪斯尼乐园就位于该县境内。为了增加财政收入，弥补财政支出的不足，奥兰治县以通过发行市政债券所筹集的资金、县公共机构和镇政府的行政基金、退休金及公积金等资金创建了县财政投资基金。至 1994 年，基金规模达 74 亿美元，参与单位有 187 个。

基金管理人罗伯特·西纯出生于 1925 年，是奥兰治县的一位资深的财政员，他通过竞选已连任县司库长达 24 年之久。西纯管理的基金，其投资绩效一直处于加州同类基金的前列，投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资年收益率达 9%，比加州政府基金高出 50%。仅 1988—1994 年 7 年间，他的基金就增加近 8 倍。

之所以会造成巨额亏损，原因来自于他高风险的投资组合。该基金的投资，主要分为两大部分：

第一部分主要投资于美国财政部和其他政府机构的债券。这些政府债券的期限大部分都在 5 年或 5 年以下，投资这些债券原本风险并不大。但西纯却将财政杠杆作用发挥到最大限度，不断以购入的债券作抵押，借入短期贷款，并以之再购入债券。在中长期债券利率高于短期贷款利率的情况下，这种高杠杆率的投资策略能够产生巨额的盈利。但是，如果利率走向与预期相反，也就是说如果短期贷款利率高于中长期的债券利率，就会使基金的短期借贷成本提高，一旦超过其持有债券的投资收益率，基金就会从盈利变为亏损。如 1993 年 10 月，西纯利用每 6 个月滚转一次的短期贷款，购买了面值为 1.248 亿美元的 5 年期财政部债券，收益率为 4.61%。由于当初的短期贷款利率为 3.31%，如果持有期间利率的结构不变，基金每年可以从这笔投资中获得 1.3%的盈利，也就是 160 万美元。但实际情况却恰恰相反，到了 1994 年底时，6 月期的短期贷款利率猛升到 6%，不但原来预期的基金账面利润消失，而且仅此一项投资便使基金亏损 150 万美元。

第二部分即投资于各种金融衍生产品。西纯投资的金融衍生产品主要是一些组合证券。其中一种叫做“分阶段逆向债券”。基金于 1994 年通过美林证券公司等投资银行购买了由联邦全国抵押贷款协会发行的 1 亿美元的“分阶段逆向债券”。根据合同规定，基金最初 3 个月可以获得 7%的收益利率。此后的利率每 3 个月变动一次，计算方法就是用 10%减去当时的 3 月期伦敦银行同业拆借利率。从 1996 年起，其计算方法又调整为按 11.25%减去 3 月期伦敦银行同业拆借利率。这一“分阶段逆向债券”将在 1999 年到期，届时可将原来的投资本金 1 亿美元收回。但由于从 1994 年 5 月起，伦敦银行同业拆借利率不断上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

升，持有这种证券的收益率便不断下降，5 月份为 5.1%，8 月份便降为 4.9%，11 月份更降为 3.9%，而同期短期融资的利率却不断上升，与债券的收益率成反向剪刀差时，投资基金便面临巨额亏损。

还有一种叫做“双重指数债券”。1993 年 7 月，基金向美国住宅贷款银行购买了面值为 1 亿美元的 5 年期“双重指数债券”。根据合同规定，这种债券的利率第一年固定为 6%，以后每 6 个月调整一次，计算方式为用当时的 10 年起美国财政部国库券利率减去 6 月期的伦敦银行同业拆借利率，再加上 3.1%。随着伦敦银行同业拆借利率的不断提高，该产品的收益率也不断下降。到 1994 年 7 月，收益率已下降到 5.065%；到 1995 年 1 月，进一步下降到 4.2%，这都远远低于基金为购买此债券进行短期贷款的利息支出。从而使“双重指数债券”的投资出现巨额亏损。

1994 年 12 月 1 日，奥兰治县公布了县财政基金面临 16.9 亿美元账面亏损的事实，为了防止因暂时的不能支付而导致债权人沽售资产和抵押品，以取得缓冲时间筹集资金解决债务的偿还问题，12 月 6 日，奥兰治县及财政基金向圣安那联邦法院申请破产保护。

奥兰治县财政基金巨额亏损的原因，在于基金管理人高风险的投资策略和对经济形势的错误判断：

（1）高杠杆率的融资策略。基金管理人采用了高杠杆率的投资策略，即用基金购买了债券之后，又用债券进行质押贷款，再购买债券的方法，通过反复质押，可以使贷款数额高出本金数倍。奥兰治县财政基金原来的规模仅为 74 亿美元，却向华尔街经纪行借入 130 亿美元，使投资基金账面的金额达到 200 亿美元。

（2）对经济形势的误判。基金管理人的投资决策，均出于以下对美国经济形势的判断：即认为美国经济在 1993 年会出现复苏，联邦储备委员会理应放松利率，以支持复苏进程，所以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中长期利率将高于短期贷款利率。在一般情况下，这种判断是正确的。但是，在经济运行的过程中会出现各种变数，这些变数也许会影响某些政策的改变。基金管理人显然对这种情况准备不足，所以错误便发生了。

从 1993 年第四季度起，美国经济出乎意料地强劲增长，1993 年四季度和 1994 年第一、二、三季度国内生产总值增长率分别达到 7%、3.5%、4.1%和 3.9%，大大超出联邦储备委员会划定的经济增长安全区，使美国经济的通货膨胀压力增大。为抑制通货膨胀率的上升，1994 年美国联储 6 次提高短期贷款利率，从年初的 3%提高到年末的 5.5%。经济的强劲增长，也触发了人们对通货膨胀率上升的预期，使投资者不愿在中长期投资市场投资，从而造成中期债券市场价格的急跌。出现的这种变化，与基金管理人原来的预期恰恰相反。

（3）高风险的投资策略，在误判形势时使风险高倍释放。美国得克萨斯州前助理司库琳达·帕特森（Linda Patterson）曾这样评价奥兰治县财政基金管理人：“多年来，西纯一直以自行其道闻名，他是一个容易走向极端的极富冒进性的交易者。”西纯采用以借入短期资金投资于中长期债券及利率敏感性强的金融衍生产品的投资策略，导致了风险的急剧集中。在过去利率相对稳定并可预期的环境中，这种做法给奥兰治县财政基金带来巨额盈利，但在利率发生非预期波动的 1994 年，这种风险通过金融衍生产品的杠杆作用成倍地释放出来，终于使奥兰治县财政基金陷入破产的境地。

（4）基金的单边操作，使交易没有得到有效保护。正因为西纯是一个容易走极端的人，他的所有交易都体现了单边操作的特点，即只做了中长期利率水平会高于短期利率水平的打算，长期做多美国债券，却没有同时利用衍生产品做空进行保护。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、美国长期资本管理基金巨额亏损被迫重组

1998 年 9 月，美国爆出震惊整个国际金融界的消息，拥有 1250 亿美元资产的对冲基金“长期资本管理基金”（Long Term Capital Manegement，LTCM），因投资失利而出现 43 亿美元巨额亏损，濒临倒闭。美国政府被迫由联储银行纽约分行组织全球 15 家大银行和大经纪行，以购买该基金权益的方式，共注资 37.25 亿美元，对 LTCM 施行救助。

美国长期资本管理基金是主要从事定息债务工具套利活动的对冲基金。该基金创立于 1994 年，主要活跃于国际债券和外汇市场，利用私人客户的巨额投资和金融机构的大量贷款，专门从事金融市场炒作，与量子基金、老虎基金、欧米伽基金一起被称作国际“四大对冲基金”。

所谓“对冲基金”，英文名称作“Hedge Fund”，意为“风险对冲过的基金”，起源于 20 世纪 50 年代初的美国，其操作的宗旨在于利用期货、期权等金融衍生产品以及对相关联的不同股票进行买空卖空、风险对冲的操作，在一定程度上规避和化解证券投资的风险。

比如：在一个基本的对冲操作中，基金管理者在购入一种股票后，同时购入这种股票一定价位和时效的看跌期权。看跌期权的效用在于当股票价位跌破期权限定的价位时，用期权方面的盈利对冲股票交易中的亏损。

在另一类的操作中，基金管理人首先选定某类行情看涨的行业，买进该行业中看好的几只优质股，同时以一定比例卖空该行业的几只劣质股。如此组合的结果是，如该行业预期表现良好，优质股的涨幅必然超过同行业的其他股票，买入优质股的收益将大于卖空劣质股而产生的亏损；如果预测错误，此行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业股票不涨反跌，那么劣质股的跌幅必然大于优质股，卖空的利润将高于优质股下跌所造成的损失。

正因为如此的操作手段，早期的对冲基金可以说是一种基于避险保值的倾向于保守型投资策略的基金管理形式。经过几十年的演变，对冲基金从原来保守型投资策略中蜕变出来，在金融衍生产品越来越广阔的市场空间中，逐步注入新的理念，赋予新的含义。我们现在看到的对冲基金，就是一种基于最新的投资理论和极复杂的金融市场操作技巧，充分利用各种金融衍生产品的杠杆效应，敢于承担高风险、追求高收益的投资模式。

而美国长期资本管理基金，则是在深信"不同市场证券间不合理价差生灭自然性"的基础上，积极倡导投资数学化。运用电脑建立数量模型分析金融工具价格，利用不同证券的市场价格差异进行短线操作，对交易品种的后市方向却认为不需十分关注。他们利用计算机处理大量历史数据，通过连续而精密的计算得到两种不同金融工具间的正常历史价格差，然后结合市场信息分析它们之间的最新价格差，对历史和现实的价差进行比较，如两者之间出现偏差而且正在扩大，电脑便立即建立起庞大的债券和衍生工具组合，大举入市进行套利交易。经过市场一段时间调节，放大的价差会逐步恢复到原来的正常轨迹，此时电脑指令将套利的头寸平仓离场，从而获取偏差的差值。他们总结出这就是"通过电脑精密计算，发现不正常市场价格差，资金杠杆放大，入市套利"的投资策略。

运用这种投资策略，他们在投资欧洲各国政府债券的过程中，曾获得巨大成功。这种投资策略在总结市场的一般规律，根据这一般规律去抓住市场中的任一个细小的变化，并利用这细小变化去盈利确实有独到之处。

但是这种复杂的电脑模式却有一个致命的缺点，就是电脑所构造的计算模型的复杂性，是人脑远远跟不上的；而电脑在思维的周密性和随机处理能力上，又是远远比不上人脑的。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种电脑和人脑的脱节，使得这种投资模式当出现漏洞时，会让人处于盲目状态。通过计算机建立的计算模型，它的前提和计算结果都是在历史统计数据基础上得出的，可历史数据的统计过程往往会忽略一些概率很小的事件，这些事件随着累积和环境的变化，发生的机会也许并不像统计数据所反映的那么小，一旦发生，将会改变整个计算模型的计算结果，其造成的风险将是致命的。而俄罗斯的金融风暴，就使这样的小概率事件真的发生了。

1998 年下半年，长期资本管理基金以 22 亿美元的自有资本，借入 1250 亿美元的证券，并通过各种金融衍生工具最终放大到 12500 亿美元的交易头寸。之所以不惜血本，以放大数百倍的交易头寸来进行投资，是因为他们认为遇到了百年难得的机遇，这就是欧元即将启动。他们判断，随着欧元的启动，欧元区内各国货币之间的利息差一定会收窄，因此对息差较宽的货币存在巨大的套利机会；同时欧元的启动，又必然会影响到美国债券价格下跌。他们动用巨大的交易头寸所建立的核心资产，就是大量买入意大利、丹麦和希腊等国政府债券，沽空德国政府债券和美国 30 年期债券。在一般的规律下，这种行情走势似乎是不可逆转的，但俄罗斯发生的金融风暴，扭转了行情的走势。

1998 年 8 月，政治经济形势的不断恶化，使俄罗斯经济处于风雨飘摇、油尽灯枯的危险境地。国内经济不见好转，政局不稳，人心动荡。更为雪上加霜的是，国际石油价格还在不断下跌，使依赖石油出口缓和经济困局的俄罗斯备受打击，卢布的地位岌岌可危。8 月 17 日，俄罗斯被迫采取非常举动，宣布卢布贬值，停止国债交易，将 1999 年 12 月 31 日前到期的债券转换成 3～5 年期债券，冻结国外投资者贷款偿还期 90 天。这引起国际金融市场的巨大恐慌，投资者纷纷从新兴市场和较落后国家的证券市场撤出，转持风险较低、质量较高的美国和德国政府债券。其结果就是俄罗斯债券大跌，而美国和德国政府

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券价格大涨，长期资本管理基金沽空的恰恰是美国和德国政府债券，转眼之间便积下累累亏损。事态的急转直下，让长期资本管理基金有点措手不及，手持的证券价格迅速从1250亿美元跌至1000亿美元，账面损失达250亿美元；长期资本管理基金的净资产从8月1日的41亿美元，骤减到9月23日的6亿美元；更为严重的是，庞大的金融衍生产品的交易头寸一时无法平仓，还需要不断追加保证金，成为不断扩大亏损的“黑洞”，沉重的资金压力终于使金融帝国——长期资本管理基金的资金链不堪重负，有瞬间崩断的可能，如果不是美国政府施以援手，破产的结局是不可避免的。

长期资本管理基金遭此重创后的影响是极其深远的，它不但使一批与该基金有密切业务往来的大银行出现巨额亏损，而且在对冲基金中引发了多米诺骨牌似的崩溃。1998年头9个月，索罗斯集团的几大对冲基金均未盈利，资产亏损13%～31%不等，索罗斯不得不将其亏损最严重的量子新兴增长基金关闭，还对另两个亏损严重的基金——类新体国际基金和量子工业控股子基金进行“合并性改组”，以渡难关。其后老虎基金也因为亏损严重不得不将旗下的基金全部关闭。就这样，全球闻名的四大对冲基金，其中三家遭到重创。

美国长期资本管理基金，一个拥有庞大金融资产的金融帝国，有着全新的经营理念和先进的管理手段，1994年成立之初，资产规模仅为12.5亿美元，到1997年其资产规模即增值到48亿美元，短短4年时间，资产规模增值2.8倍。但为什么会一朝倾覆，差点走上破产呢？问题还是出在对风险的防范上。

这家基金管理公司的资金实力足以傲视全球，其基金管理人同样逼人仰视。它的管理人被业内称之为“梦幻组合”，包括：在全球享有盛名的华尔街债券套利之父——梅里韦瑟、前所罗门兄弟债券交易部主管罗森菲尔德、1997年诺贝尔经济学奖获得者默顿和舒尔茨、前美国财政部副部长及联储副主席莫里斯等，凭借他们的声望，可以几乎不受限制地接近华尔街各

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大银行的“金库”。在关键时刻利用雄厚的资本压倒国内外的竞争对手，这是他们成功的重要因素。正如别人形容的：“他一直赌红色会赢，每次轮盘停在黑色，他就双倍提高赌注。在这样的赌博中，只有1000美元的赌徒可能会输，有十亿美元的赌徒则能够赢得赌场，因为红色最终都会出现——但是你必须有足够的筹码一直赌到那一刻。”长期资本管理基金就是这样的赌徒，而且以往总是他们赢。

但在1998年，他们的赌注下得太大了。他们利用22亿美元的自有资金作抵押，借款买入250亿美元的各种证券，资金杠杆比例高达56.8倍；并建立了一共1.25万亿美元的衍生产品仓盘，资金总杠杆比例更达到568倍，交易总值接近1995年法国1.45万亿美元的GDP水平。之所以下这么大的赌注，是因为他们认为自己对形势和相关证券的行情走势的分析是万无一失的，即便遇到俄罗斯金融风暴，他们仍然相信“风雨过后便是彩虹”，金融风暴过后，行情依然会继续原来的走势。于是，他们在犯了高杠杆比例融资的第一个错误后，又接着犯了第二个错误，那就是看错行情没有及时止损。这次俄罗斯金融风暴历时50多天，再庞大的资金也会有枯竭的那一天，何况这些资金还是通过高杠杆作用融资而来。在衍生产品交易市场上，改正错误的机会也许稍纵即逝，深度套牢又必须承受不断追加保证金的沉重压力，短短几天内，基金的净资产从41亿美元骤减至6亿美元，还有大量未平仓的交易合约等着追加保证金，终于使这艘金融“泰坦尼克号”不堪重负。



三、德国金属公司石油期货交易巨额亏损

德国金属公司是一家已有110多年历史的老牌工业集团，经营范围包括金属冶炼、矿山开采、机械制造、工程设计和承包等，在德国工业的大集团公司中，排名约在前14名。德国金属公司以经营稳健著称，向来是金融机构和家族投资关注的对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

象，科威特的埃米尔王族、德意志银行、德累斯顿银行、奔驰汽车公司等都是它的大股东。

由于德国金属公司具有很强的实业背景，本身就是金属、能源等产品的生产和消费大户，它在世界商品交易市场上相当活跃，是著名的伦敦金属交易所（LME）为数不多的交易会员之一。它还同时介入各商品交易所的现货、期货和期权交易，除为本工业集团服务外，还向其他参与交易的机构提供经纪服务。德国金属公司下属的一家美国子公司名叫德国金属精练及市场公司（以下简称“德国金属”），专门从事石油交易。它在1993年夏天与某客户签订了一份长期供货合同，就是这份合同，给德国金属公司几乎带来灭顶之灾。

这份与客户签订的合同由两个部分的内容构成：

第一部分是现货部分。即德国金属承诺在10年内以固定价格向美国的油品零售商（以下简称“客户”）提供汽油、取暖油和航空燃油。具体的供应量又分为两个部分：一部分定期定量交货，另一部分的交货时间由客户随时指定。这部分合同的特殊性在于，供货价格长期固定，不像一般长期供货合同那样，可随通货膨胀因素同时调整供货价格；另外就是交货的时间和数量也不确定。

第二部分是衍生产品部分。即德国金属授予客户一个选择权（Option），在合同的10年有效期内，如果世界油品市场的价格有利于客户（即现货价高于合同定价），则客户有权决定是否要求德国金属将未交货部分油品，以市场价格与合同定价之间的差价折算成现金收益付给客户，从而提前终止合同。

这两部分合同内容对客户的利益是显而易见的：一是长达10年的固定价格，二是选择履约的灵活性。可是为什么德国金属仍然要签下这么一份对自己显得苛刻的合同呢？它主要从三个方面考虑：

第一，想用这类特殊的合同条件吸引更大的客户，开拓市场。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二，德国金属公司曾投资一家美国石油勘探和炼油公司，具有一定的供货商背景。在合同签订时，合同定价比现货市价高出 3～5 美元/桶，对供货方还是有一定的吸引力。

第三，也就是最重要的，德国金属为这份合同制订了一套套期保值的策略，将油品价格变动的风险转移到衍生产品市场上去。它采用了在纽约商业交易所买入石油期货合约来对自己的长期供货合同作套期保值。从经营策略来说，这无疑是正确的，也完全符合德国金属公司一贯的稳健经营风格。

他们在套期保值交易组合的设计中体现了两个特点：

（1）通过买进短期（临近交割期一个月至几个月）石油产品期货合约并不断展期来与供货合同相对应。这实际也是无奈中的选择，因为在期货市场中没有与长期供货合同在时间上完全一致的交易品种，期货交易所最长期的石油期货合约也远远低于 10 年时间，而且长期合约的流动性也很差；再者，德国金属在长期供货合同中给客户终止合同的选择权，交货时间表也不能完全确定，所以也只能用短期的期货合约进行保护。

（2）利用石油期货市场通常出现的远期合约贴水、现货升水的规律来赚取基差。德国金属以低于现货的价格买入临近交割期的远期合约，等合约到期时，将期货合约转成现货卖出盈利；再买入新的交割月份的期货合约，既达到合约展期的目的，同时用盈利补偿期货的交易成本。用这种滚动展期的方法，德国金属得以保护在现货上以固定的价格向客户供货。

但不幸的是，1993 年国际能源市场的形势发生了变化，破坏了德国金属的套期保值策略。这一年因世界经济不景气，能源市场再次陷入低谷，石油产品价格持续而猛烈地下跌。在石油现货和期货市场上，出现了与原来预期相反的走势，远期合约升水、现货贴水，使德国金属无法利用期货合约与现货的价差进行套利而保护现货供应。

这种情况引起了两方面的严重问题：

（1）原来买入的远期石油期货合约，随着时间的推移，价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格逐步下跌，出现了巨额的浮动亏损。根据期货交易逐日盯市的结算规则，德国金属需不断缴纳足额的追加保证金。

（2）现货由升水变为贴水，不但使德国金属无法套利，还要承担期货合约到期平仓的亏损。

如此一来，不但原来的套期保值计划无法实现，还要承担由此造成的资金紧缺的压力和可能出现的亏损。更为雪上加霜的是，纽约商业交易所为防范石油价格剧烈波动而可能引发的信用风险，将石油期货的交易保证金提高一倍。这一举措，无疑是在德国金属本来就很脆弱的资金链条上给予狠击，让它无法承受。如果没有外援，德国金属的资金链是无法支持的。

其时，德国金属公司自身也面临流动资金短缺，对德国金属无法给予资金支持。德国金属靠自己的力量实在无法支付巨额的保证金和期货合约滚动展期的成本。消息传出，金融界一片震动，不光是债权人对德国金属公司的融资能力信心不足，连大股东们对公司能否渡过危机也产生了怀疑。更为甚者，根据德国传统的财务信息披露制度，对金融衍生产品的财务核算和会计记账，考虑更多的还是谨慎性原则，所以对衍生产品交易的持仓头寸，按逐日盯市规则计算出来的浮动亏损，要在第一财税期末计入公司的财务报表，而持仓头寸的浮动盈利却不能计入该期公司利润，这种不对称的财务处理方法，虽然满足了谨慎性原则，却误导了那些还不了解事件全部情况，或者虽知道一些情况，但没有足够时间或能力进行专业判断的投资人和债权人，在一定程度上堵塞了德国金属公司的融资渠道，加剧了危机。

本来，当德国金属套期保值的多头期货头寸由于石油产品价格下跌而出现浮动亏损时，其与客户签订的空头现货合同就会出现浮动盈利，后者的盈利会在很大程度上弥补前者的亏损。如果两者同时被计入财务报表的话，德国金属公司的资产负债表就会好看得多，告诉公众和股东的，恐怕就是一个虽有少量亏损，但主要是因流动性问题造成现金暂时困难的事故。不过，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当时几乎所有人得到的印象都是德国金属在能源市场上有重大投机行为，由于误判形势已酿成巨额亏损。

德国金属公司的股东们决定，由德意志银行和公司的监事会牵头，对事故进行了紧急调查并在短时间内就做出处理，将德国金属公司的董事长和财务总监以渎职和误导的理由炒了“鱿鱼”，把在期货市场上做的套期保值的多头合约全部斩仓，同时与客户商洽，终止现货长期供货合同的执行。由于终止执行合同的选择权在客户手上，所以在商洽过程中，德国金属公司不得不以牺牲德国金属的既得盈利为代价。德意志银行又组织银团实施紧急救援计划，以德国金属公司在工厂、矿山所投资的资产为抵押，筹资 34 亿马克以支付在期货市场上斩仓的亏损和终止长期供货合同的补偿，维持德国金属公司的继续运转。经此“果断”处置，危机似乎应付过去了，但德国金属公司也元气大伤，抵押给银行的资产因到期无法赎回而被出售变现，该公司在德国工业集团中的排名一落千丈。

这是一起典型的因资金链紧张而致使套期保值失败的风险事故。但在分析事故的原因和后果的过程中，却引起了很多争论，甚至至今仍未止息。一种意见认为德国金属公司的股东们的决定和处置措施是正确的，不如此处置，也许会造成更大损失；但另一种意见，包括被处理的公司原董事长以及一些著名的经济学家，都认为公司股东们的处置过头了。德国金属本来只要获得资金支持以满足其在期货市场追加保证金的需要，而在现货市场上的盈利完全可以弥补在期货市场上的大部分亏损。可是德国金属却偏偏先是遇到德国金属公司资金短缺而无法给予支持；其后又是因为记账的技术问题（只记浮动亏损而不记浮动盈利），给股东和债权人造成巨额亏损的印象，从而堵塞了进一步融资的渠道；又接着在事故处理中，不问青红皂白将期货的多头合约全部斩仓（多杀多，只会造成更大损失），又放弃在现货供应中的潜在盈利，强行终止长期供货合同，从而将潜在的小亏损演变成现实的大亏损，一误再误，一错再错。如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

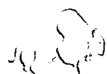
说，针对客户的长期供货合同所做的套期保值策略有不尽完美的地方，那么对风险事故的处理过程也许才是亏损的真正原因。

实际在事故处理中，只要冷静分析当时的形势，德国金属公司也许会将事故处理得更好一些。摆在他们面前的，至少有上中下三种决策可以选择。

上策，现货的由升水变为贴水，这只是市场出现的短期现象，经过一段时间后必然回到原来现货升水的轨迹。这是一份时间长达 10 年的供货合同，不应受短期市场的影响，所以应组织资金，继续原来的套期保值策略不变，帮助德国金属渡过难关。这是损失最小的一种方法。事后的行情走势也证明，如果采取此方法，德国金属将安全过关。

中策，因为在短期市场上，现货已由升水变为贴水，利用期货为现货套期保值暂时变为不可能，可以先将石油期货的多头合约全部斩仓，而将现货的长期供货合同保留下来。这么做会引起两个后果：一是多头合约斩仓会发生亏损；二是期货合约斩仓后，现货合同会失去保护。但这两种后果都是可以得到弥补的。首先是期货的损失可以由现货的盈利来弥补；其次是因为现货贴水，意味着现货的价格低于长期供货合同的规定价格，可以暂时不用期货作保护；再次是如果现货重新出现升水，说明套期保值的机会会再次出现，可以继续回到期货市场运作。采取这种方法，会有一些损失，但可以弥补，且套期保值的策略经过短时间停顿后，等机会出现时可以延续下去。

下策，将期货合约以及现货的供货合同同时停止执行。从事故处理的过程我们也可以看到，德国金属公司实际采用的是下策。由此产生的种种经验教训是值得我们认真汲取的。



四、株洲冶炼厂炒外盘期货造成巨额亏损

株洲冶炼厂（以下简称“株冶”）成立于 1956 年，为国家一级企业，在中国大型企业 500 强中排名第 132 位，按综合经



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济指标排名56位，年利润过亿元。该厂为中国在伦敦金属期货交易所（LME）挂牌交易的三家企业之一，又是全球五大铅锌冶炼生产厂家之一。

1997年前株冶年产锌约20万吨，一般来说看准现货市场的基本走势，利用期货市场进行套期保值是可行的。株冶作为全国最大的生产锌的工厂，在国际上也是知名的厂家，对锌产业的基本面情况应是相当了解，经济实力雄厚，在期货市场上做套期保值或套利都会有很大把握。

1997年3月，国际上金属期货价格上扬，锌市走俏。株冶看到有机可乘，开始在国际期货市场上高位抛售锌。株冶当时锌的生产成本为1100美元/吨，便在1250美元/吨的价位上通过伦敦金属期货交易所抛售，如果只求保值的话，到交割期，抛售的每吨锌期货可稳赚150美元。但是要做套期保值的话，有两个原则必须遵守：一是锌期货的空头合约头寸理论上不能超过株冶的最大产能，也就是说以20万吨为底线，而实际上，只能以株冶最大的出口能力为底线；二是要留下充足的资金，以防备锌价格继续上涨时，空头合约出现浮动亏损时追加保证金所用。

株冶在期货市场上抛售锌合约的行为，被国际期货界一批炒家盯上了，其中为首的就是佳能可资源有限公司。该公司的前身玛格瑞士公司早在20世纪60年代就与株冶有过密切的业务联系，对株冶的生产供货能力了如指掌；反过来，株冶对佳能可公司的背景却茫然不知。佳能可公司看到株冶在国际金属市场价格不断上扬时却大手笔做空，便设计了一个圈套让株冶钻进来。

他们首先在期货市场上构筑一个价格平台，株冶的每一笔抛单马上有人吃进。株冶浑然不觉，反以为有利可图，在1250～1300美元的价位之间大量抛空。当抛空的数量接近20万吨底线时，价格不但没有下跌，反而突破原来价位上涨，诱迫株冶继续抛单，将株冶逼到一种两难境地：继续抛单的话，会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超过 20 万吨底线，多出来的头寸将成为投机盘，无法用现货交割进行保护；不继续抛单的话，价格将会连续上涨，不但将原来的空头头寸全部套牢，还会因浮动亏损而要大量追加保证金。

在这种情况下，如果株冶有所警觉的话，还是可以采取一些措施应付自己的危机，至少可以防止陷入灭顶之灾。比如可采取下列方法：一是死守 20 万吨底线不要突破。对方有备而来，价格形势对己不利，多少抛单都会被消化而无济于事，反而会让自己背上越来越重的包袱。所以要坚持套期保值的策略不变。二是当价格连续上扬时，不但不能继续抛出，还要反手做多。做多的目的是与原来的空单对冲，这样会有一些损失，可是留出了头寸能在更高价位进行狙击。三是应大力组织资金，以应付追加保证金之需。

可惜的是，株冶在危机面前应对失措，没有采取有效措施化解风险，却一味在市场上抛空。突破 20 万吨的底线之后，又继续抛空了 22 万吨，总共抛空锌合约 42 万吨，超出自己的产能一倍多，套期保值的策略也改变为投机的策略。他们始终抱有侥幸的心理，想着在市场上抛出如此巨量的锌合约，市场总有承受不住的时候，当价格回落时，他们就有机会平仓离场了。这种心态的转变，也就使一个套期保值者变成了赌徒。而这种转变，又是圈套设计者们最希望看到的局面。国际炒家已将株冶引诱进只能放手一博的绝地，就等着逼空，对株冶聚而歼之了。株冶抛空 42 万吨锌合约后，价格不但没有跌下来，反而进一步往上逼空，最高达到 1674 美元/吨，这是伦敦金属期货交易所锌合约的历史最高价位了。株冶在 1300 美元附近抛出的锌，每吨被深套 300 多美元。粗略计算一下，1300 美元抛售的锌合约，按 5%收取保证金，每吨需缴纳 65 美元保证金。而浮动亏损的 300 美元，则需按足额缴纳保证金，这样每吨锌合约需缴纳的保证金就达到 365 美元，42 万吨共需缴纳 1.5 亿美元，这对株冶来说是不堪重负的沉重压力。

因资金难以为继，株冶这时才被迫止损斩仓，总共损失 1



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亿多美元，折成人民币共13.22亿元。经此一役，株冶元气大伤，40余年辛苦经营的成果，就在这一次期货交易中交了学费。

这又是一次套期保值失败的期货风险事故。与德国金属公司的事故比起来，两者之间有共同之处。都是因基本面发生大的变化，而自己准备不足，引起资金链崩断造成融资危机。但这两起事故又有不同之处。德国金属公司从本质上并没有改变原来的套期保值策略，只是在危机应对中措施失当，过早地将期货市场中的多头合约全部斩仓以及取消了有潜在盈利的长期供货合同。德国金属公司的风险，如果有融资渠道提供资金，并采取正确的对策，本来危机是有可能渡过的。可以说真正的危机不是来自于市场本身，而是来自于对危机的处理。

而株冶的风险事故，如果说在早期还属于技术性风险的话，后因为在应对上的一错再错，以致失去在市场上改错的可能性。株冶从根本上已改变原来利用期货市场套期保值的初衷，从将抛单的数量突破产能底线，甚至可以说在突破最大出口能力的底线的那一刻起，就已转变为进行投机了。所以即便资金链不断，被逼空也已成既定事实，就算能挨到交割日，也无论如何拿不出42万吨锌来交割，那时带来的损失也许会更大。

从根本上说，株冶还是带着现货的理念去经营期货，一厢情愿地认为手中的现货只要在高价卖出就可以高枕无忧了。到期货市场只是为了买进或卖出“货”的理念，让他们吃尽了苦头。从本质上说，期货市场与其说是一个“商品”市场，还不如说是一个“信息”市场或“预期”市场。买对了信息或预期，没有资金会变得有资金；没有商品会变得有商品。市场上的资源通过杠杆的撬动会为你所用。相反，如果买错了信息或预期，情况就会朝反面转化，资金或商品都会离你而去，市场资源通过杠杆的撬动，会为你的对方所拥有。所以，在期货市场以至于衍生产品市场上，你所应关注的，并不是你所买卖的“标的”，而是你买卖的过程。也就是说，买卖什么商品并不重要，那只是一个价值符号；重要的是你买“对”还是买“错”。所谓

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

组合，就是将一系列的“对”与“错”的买卖关系组织搭配在一起，实现市场朝任一方向发展，都能保证自己的基本利益的目的。一旦这种“对”、“错”关系失衡，也就意味着自己的投资组合存有漏洞，必须即刻弥补。不论是做套期保值还是套利，如市场行情出现原来没有预料的逆转，都要采取果断的应变措施，即便是“壮士断臂”也应在所不惜。



五、中国航油投机石油期货遭受巨额亏损

2004 年 11 月 29 日，一则爆炸性消息传出，中国航油因错判油价走势，在石油期货投资上亏损 5.5 亿美元，该公司决定向新加坡高等法院申请破产保护令。

2004 年，国际石油价格维持振荡走高的格局，其中主要原因是强劲的石油需求以及海湾局势动荡等因素造成石油价格走势不明朗。但从夏天开始，中国航油看空后市的观点就十分明显。8 月 3 日，公司总裁陈久霖曾在新加坡表示，原油现货并未短缺，高油价只是暂时现象。并举 2000 年油价高涨时，美国政府释放石油储备，压低油价的例子。陈久霖以历史油价与库存水平的相关参数为据，乐观判断西得克萨斯轻质原油价格存在 10 美元左右溢价，正常价格应为每桶 33 美元。陈提到的西得克萨斯原油，与英国布伦特原油一道，成为世界低硫轻质原油的标杆，其价格可左右其他同质原油的价格走势。他的这些判断有一定的道理，甚至后来价格的走势还部分论证了他的观点。但可惜的是，市场没有给他这个机会。

尽管陈久霖看空石油期货，但他如果执行国家关于《国有企业境外期货套期保值业务管理办法》，还不至于造成风险。因为按照这个管理办法，国有企业在境外进行期货交易，只能进行套期保值的操作。如果是套期保值，陈久霖只能在新加坡交易所做多，而且持仓头寸也不应该超过中国航油旗下 91 家机场全年 500 万吨的需求。可是，中国航油因为在新加坡注册，似



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

乎脱离了国家的监管，不但以每桶 40 美元的价格做空石油期货，而且持仓头寸超过了 3000 万吨。

此后价格走势随即变得对中国航油十分不利。在 9 月石油价格一路飙升。从 9 月初到 10 月，西得克萨斯轻质原油期货价格从 40 美元/桶暴涨到 55 美元/桶以上，上升幅度近 40%。更为严重的是，中航油的对手，正是期货市场上呼啸来去的对冲基金。而从 2003 年 1 月以来，非商业持仓的对冲基金，一直保持着多头多仓状态。对冲基金利用每一个突发事件，增加多仓绝对值，哄抬油价。拥有多头的持仓合约几乎占了整个市场的 30%～50%。

从基本面的情况看，也对中国航油不利。在原油市场需求强劲的大背景下，一连串事件接连上演。伊拉克局势、俄罗斯尤科斯事件、墨西哥湾“伊万”飓风狂袭、美国商业原油库存下降，诸多因素让油价节节上涨。进入中航油交割月的 10 月，似乎已有筑顶迹象的油价又受到尼日利亚、挪威石油工人罢工事件的影响，再次上涨。

持有大量空头合约的中国航油，在一路猛涨的石油价格面前，保证金账户出现巨额亏损，为了补仓，从 10 月 26 日以来，中航油已经损失 3.9 亿美元，并在尚未结束的交易盘口中蒙受 1.6 亿美元的亏损。而公司 2004 年半年报显示，现金流不到 2 亿美元。面对不断追加保证金的“无底洞”，中国航油已无力支付，不得不于 11 月 17 日宣布暂时中止石油期货的交易，持有的所有期货合约被新加坡交易所按当时的市价 50 美元/桶强制平仓，亏损达到 5.5 亿美元。

具有讽刺意味的是，中国航油的交易合约被强制平仓后不久，国际石油价格应声而跌，跌到 45 美元/桶。但这时已时过境迁，亡羊再也不能补牢了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附1

期货交易管理条例

国务院令第 489 号

颁布日期：20070306　实施日期：20070415　颁布单位：国务院

第一章　总则
第二章　期货交易所
第三章　期货公司
第四章　期货交易基本规则
第五章　期货业协会
第六章　监督管理
第七章　法律责任
第八章　附则

2007 年 2 月 7 日国务院第 168 次常务会议通过，现予公布，自 2007 年 4 月 15 日起施行。

国务院

二〇〇七年三月六日

第一章　总　则

第一条　为了规范期货交易行为，加强对期货交易的监督管理，维护期货市场秩序，防范风险，保护期货交易各方的合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法权益和社会公共利益，促进期货市场积极稳妥发展，制定本条例。

第二条 任何单位和个人从事期货交易，包括商品和金融期货合约、期权合约交易及其相关活动，应当遵守本条例。

第三条 从事期货交易活动，应当遵循公开、公平、公正和诚实信用的原则。禁止欺诈、内幕交易和操纵期货交易价格等违法行为。

第四条 期货交易应当在依法设立的期货交易所或者国务院期货监督管理机构批准的其他交易场所进行。

禁止在国务院期货监督管理机构批准的期货交易场所之外进行期货交易，禁止变相期货交易。

第五条 国务院期货监督管理机构对期货市场实行集中统一的监督管理。

国务院期货监督管理机构派出机构依照本条例的有关规定和国务院期货监督管理机构的授权，履行监督管理职责。

第二章 期货交易所

第六条 设立期货交易所，由国务院期货监督管理机构审批。

未经国务院期货监督管理机构批准，任何单位或者个人不得设立期货交易所或者以任何形式组织期货交易及其相关活动。

第七条 期货交易所不以营利为目的，按照其章程的规定实行自律管理。期货交易所以其全部财产承担民事责任。期货交易所的负责人由国务院期货监督管理机构任免。

期货交易所的管理办法由国务院期货监督管理机构制定。

第八条 期货交易所会员应当是在中华人民共和国境内登记注册的企业法人或者其他经济组织。

期货交易所可以实行会员分级结算制度。实行会员分级结算制度的期货交易所会员由结算会员和非结算会员组成。

结算会员的结算业务资格由国务院期货监督管理机构批准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国务院期货监督管理机构应当在受理结算业务资格申请之日起3个月内做出批准或者不批准的决定。

第九条 有《中华人民共和国公司法》第一百四十七条规定的情形或者下列情形之一的，不得担任期货交易所的负责人、财务会计人员：

（一）因违法行为或者违纪行为被解除职务的期货交易所、证券交易所、证券登记结算机构的负责人，或者期货公司、证券公司的董事、监事、高级管理人员，以及国务院期货监督管理机构规定的其他人员，自被解除职务之日起未逾5年；

（二）因违法行为或者违纪行为被撤销资格的律师、注册会计师或者投资咨询机构、财务顾问机构、资信评级机构、资产评估机构、验证机构的专业人员，自被撤销资格之日起未逾5年。

第十条 期货交易所应当依照本条例和国务院期货监督管理机构的规定，建立、健全各项规章制度，加强对交易活动的风险控制和对会员以及交易所工作人员的监督管理。期货交易所履行下列职责：

（一）提供交易的场所、设施和服务；

（二）设计合约，安排合约上市；

（三）组织并监督交易、结算和交割；

（四）保证合约的履行；

（五）按照章程和交易规则对会员进行监督管理；

（六）国务院期货监督管理机构规定的其他职责。

期货交易所不得直接或者间接参与期货交易。未经国务院期货监督管理机构审核并报国务院批准，期货交易所不得从事信托投资、股票投资、非自用不动产投资等与其职责无关的业务。

第十一条 期货交易所应当按照国家有关规定建立、健全下列风险管理制度：

（一）保证金制度；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（二）当日无负债结算制度；

（三）涨跌停板制度；

（四）持仓限额和大户持仓报告制度；

（五）风险准备金制度；

（六）国务院期货监督管理机构规定的其他风险管理制度。

实行会员分级结算制度的期货交易所，还应当建立、健全结算担保金制度。

第十二条 当期货市场出现异常情况时，期货交易所可以按照其章程规定的权限和程序，决定采取下列紧急措施，并应当立即报告国务院期货监督管理机构：

（一）提高保证金；

（二）调整涨跌停板幅度；

（三）限制会员或者客户的最大持仓量；

（四）暂时停止交易；

（五）采取其他紧急措施。

前款所称异常情况，是指在交易中发生操纵期货交易价格的行为或者发生不可抗拒的突发事件以及国务院期货监督管理机构规定的其他情形。

异常情况消失后，期货交易所应当及时取消紧急措施。

第十三条 期货交易所办理下列事项，应当经国务院期货监督管理机构批准：

（一）制定或者修改章程、交易规则；

（二）上市、中止、取消或者恢复交易品种；

（三）上市、修改或者终止合约；

（四）变更住所或者营业场所；

（五）合并、分立或者解散；

（六）国务院期货监督管理机构规定的其他事项。

国务院期货监督管理机构批准期货交易所上市新的交易品种，应当征求国务院有关部门的意见。

第十四条 期货交易所的所得收益按照国家有关规定管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和使用，但应当首先用于保证期货交易场所、设施的运行和改善。

第三章　期货公司

第十五条　期货公司是依照《中华人民共和国公司法》和本条例规定设立的经营期货业务的金融机构。设立期货公司，应当经国务院期货监督管理机构批准，并在公司登记机关登记注册。

未经国务院期货监督管理机构批准，任何单位或者个人不得设立或者变相设立期货公司，经营期货业务。

第十六条　申请设立期货公司，应当符合《中华人民共和国公司法》的规定，并具备下列条件：

（一）注册资本最低限额为人民币3000万元；

（二）董事、监事、高级管理人员具备任职资格，从业人员具有期货从业资格；

（三）有符合法律、行政法规规定的公司章程；

（四）主要股东以及实际控制人具有持续盈利能力，信誉良好，最近3年无重大违法违规记录；

（五）有合格的经营场所和业务设施；

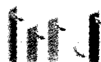
（六）有健全的风险管理和内部控制制度；

（七）国务院期货监督管理机构规定的其他条件。

国务院期货监督管理机构根据审慎监管原则和各项业务的风险程度，可以提高注册资本最低限额。注册资本应当是实缴资本。股东应当以货币或者期货公司经营必需的非货币财产出资，货币出资比例不得低于85%。

国务院期货监督管理机构应当在受理期货公司设立申请之日起6个月内，根据审慎监管原则进行审查，做出批准或者不批准的决定。

未经国务院期货监督管理机构批准，任何单位和个人不得委托或者接受他人委托持有或者管理期货公司的股权。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第十七条 期货公司业务实行许可制度，由国务院期货监督管理机构按照其商品期货、金融期货业务种类颁发许可证。期货公司除申请经营境内期货经纪业务外，还可以申请经营境外期货经纪、期货投资咨询以及国务院期货监督管理机构规定的其他期货业务。

期货公司不得从事与期货业务无关的活动，法律、行政法规或者国务院期货监督管理机构另有规定的除外。

期货公司不得从事或者变相从事期货自营业务。

期货公司不得为其股东、实际控制人或者其他关联人提供融资，不得对外担保。

第十八条 期货公司从事经纪业务，接受客户委托，以自己的名义为客户进行期货交易，交易结果由客户承担。

第十九条 期货公司办理下列事项，应当经国务院期货监督管理机构批准：

（一）合并、分立、停业、解散或者破产；

（二）变更公司形式；

（三）变更业务范围；

（四）变更注册资本；

（五）变更5%以上的股权；

（六）设立、收购、参股或者终止境外期货类经营机构；

（七）国务院期货监督管理机构规定的其他事项。

前款第（四）项、第（七）项所列事项，国务院期货监督管理机构应当自受理申请之日起20日内做出批准或者不批准的决定；前款所列其他事项，国务院期货监督管理机构应当自受理申请之日起2个月内做出批准或者不批准的决定。

第二十条 期货公司办理下列事项，应当经国务院期货监督管理机构派出机构批准：

（一）变更法定代表人；

（二）变更住所或者营业场所；

（三）设立或者终止境内分支机构；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（四）变更境内分支机构的营业场所、负责人或者经营范围；

（五）国务院期货监督管理机构规定的其他事项。

前款第（一）项、第（二）项、第（四）项、第（五）项所列事项，国务院期货监督管理机构派出机构应当自受理申请之日起20日内做出批准或者不批准的决定；前款第（三）项所列事项，国务院期货监督管理机构派出机构应当自受理申请之日起2个月内做出批准或者不批准的决定。

第二十一条 期货公司或者其分支机构有《中华人民共和国行政许可法》第七十条规定的情形或者下列情形之一的，国务院期货监督管理机构应当依法办理期货业务许可证注销手续：

（一）营业执照被公司登记机关依法注销；

（二）成立后无正当理由超过3个月未开始营业，或者开业后无正当理由停业连续3个月以上；

（三）主动提出注销申请；

（四）国务院期货监督管理机构规定的其他情形。

期货公司在注销期货业务许可证前，应当结清相关期货业务，并依法返还客户的保证金和其他资产。期货公司分支机构在注销经营许可证前，应当终止经营活动，妥善处理客户资产。

第二十二条 期货公司应当建立、健全并严格执行业务管理规则、风险管理制度，遵守信息披露制度，保障客户保证金的存管安全，按照期货交易所的规定，向期货交易所报告大户名单、交易情况。

第二十三条 从事期货投资咨询以及为期货公司提供中间介绍等业务的其他期货经营机构，应当取得国务院期货监督管理机构批准的业务资格，具体管理办法由国务院期货监督管理机构制定。

第四章 期货交易基本规则

第二十四条 在期货交易所进行期货交易的，应当是期货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易所会员。

第二十五条 期货公司接受客户委托为其进行期货交易，应当事先向客户出示风险说明书，经客户签字确认后，与客户签订书面合同。期货公司不得未经客户委托或者不按照客户委托内容，擅自进行期货交易。

期货公司不得向客户做获利保证；不得在经纪业务中与客户约定分享利益或者共担风险。

第二十六条 下列单位和个人不得从事期货交易，期货公司不得接受其委托为其进行期货交易：

（一）国家机关和事业单位；

（二）国务院期货监督管理机构、期货交易所、期货保证金安全存管监控机构和期货业协会的工作人员；

（三）证券、期货市场禁止进入者；

（四）未能提供开户证明材料的单位和个人；

（五）国务院期货监督管理机构规定不得从事期货交易的其他单位和个人。

第二十七条 客户可以通过书面、电话、互联网或者国务院期货监督管理机构规定的其他方式，向期货公司下达交易指令。客户的交易指令应当明确、全面。

期货公司不得隐瞒重要事项或者使用其他不正当手段诱骗客户发出交易指令。

第二十八条 期货交易所应当及时公布上市品种合约的成交量、成交价、持仓量、最高价与最低价、开盘价与收盘价和其他应当公布的即时行情，并保证即时行情的真实、准确。期货交易所不得发布价格预测信息。

未经期货交易所许可，任何单位和个人不得发布期货交易即时行情。

第二十九条 期货交易应当严格执行保证金制度。期货交易所向会员、期货公司向客户收取的保证金，不得低于国务院期货监督管理机构、期货交易所规定的标准，并应当与自有资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金分开，专户存放。

期货交易所向会员收取的保证金，属于会员所有，除用于会员的交易结算外，严禁挪作他用。

期货公司向客户收取的保证金，属于客户所有，除下列可划转的情形外，严禁挪作他用：

（一）依据客户的要求支付可用资金；

（二）为客户交存保证金，支付手续费、税款；

（三）国务院期货监督管理机构规定的其他情形。

第三十条 期货公司应当为每一个客户单独开立专门账户、设置交易编码，不得混码交易。

第三十一条 期货公司经营期货经纪业务又同时经营其他期货业务的，应当严格执行业务分离和资金分离制度，不得混合操作。

第三十二条 期货交易所会员、客户可以使用标准仓单、国债等价值稳定、流动性强的有价证券充抵保证金进行期货交易。有价证券的种类、价值的计算方法和充抵保证金的比例等，由国务院期货监督管理机构规定。

第三十三条 银行业金融机构从事期货保证金存管、期货结算业务的资格，经国务院银行业监督管理机构审核同意后，由国务院期货监督管理机构批准。

第三十四条 期货交易所、期货公司、非期货公司结算会员应当按照国务院期货监督管理机构、财政部门的规定提取、管理和使用风险准备金，不得挪用。

第三十五条 期货交易的收费项目、收费标准和管理办法由国务院有关主管部门统一制定并公布。

第三十六条 期货交易应当采用公开的集中交易方式或者国务院期货监督管理机构批准的其他方式。

第三十七条 期货交易的结算，由期货交易所统一组织进行。

期货交易所实行当日无负债结算制度。期货交易所应当在



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当日及时将结算结果通知会员。

期货公司根据期货交易所的结算结果对客户进行结算，并应当将结算结果按照与客户约定的方式及时通知客户。客户应当及时查询并妥善处理自己的交易持仓。

第三十八条 期货交易所会员的保证金不足时，应当及时追加保证金或者自行平仓。会员未在期货交易所规定的时间内追加保证金或者自行平仓的，期货交易所应当将该会员的合约强行平仓，强行平仓的有关费用和发生的损失由该会员承担。

客户保证金不足时，应当及时追加保证金或者自行平仓。客户未在期货公司规定的时间内及时追加保证金或者自行平仓的，期货公司应当将该客户的合约强行平仓，强行平仓的有关费用和发生的损失由该客户承担。

第三十九条 期货交易的交割，由期货交易所统一组织进行。

交割仓库由期货交易所指定。期货交易所不得限制实物交割总量，并应当与交割仓库签订协议，明确双方的权利和义务。交割仓库不得有下列行为：

（一）出具虚假仓单；

（二）违反期货交易所业务规则，限制交割商品的入库、出库；

（三）泄露与期货交易有关的商业秘密；

（四）违反国家有关规定参与期货交易；

（五）国务院期货监督管理机构规定的其他行为。

第四十条 会员在期货交易中违约的，期货交易所先以该会员的保证金承担违约责任；保证金不足的，期货交易所应当以风险准备金和自有资金代为承担违约责任，并由此取得对该会员的相应追偿权。

客户在期货交易中违约的，期货公司先以该客户的保证金承担违约责任；保证金不足的，期货公司应当以风险准备金和自有资金代为承担违约责任，并由此取得对该客户的相应追偿权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四十一条　实行会员分级结算制度的期货交易所，应当向结算会员收取结算担保金。期货交易所只对结算会员结算，收取和追收保证金，以结算担保金、风险准备金、自有资金代为承担违约责任，以及采取其他相关措施；对非结算会员的结算、收取和追收保证金、代为承担违约责任，以及采取其他相关措施，由结算会员执行。

第四十二条　期货交易所、期货公司和非期货公司结算会员应当保证期货交易、结算、交割资料的完整和安全。

第四十三条　任何单位或者个人不得编造、传播有关期货交易的虚假信息，不得恶意串通、联手买卖或者以其他方式操纵期货交易价格。

第四十四条　任何单位或者个人不得违规使用信贷资金、财政资金进行期货交易。

银行业金融机构从事期货交易融资或者担保业务的资格，由国务院银行业监督管理机构批准。

第四十五条　国有以及国有控股企业进行境内外期货交易，应当遵循套期保值的原则，严格遵守国务院国有资产监督管理机构以及其他有关部门关于企业以国有资产进入期货市场的有关规定。

第四十六条　国务院商务主管部门对境内单位或者个人从事境外商品期货交易的品种进行核准。

境外期货项下购汇、结汇以及外汇收支，应当符合国家外汇管理有关规定。

境内单位或者个人从事境外期货交易的办法，由国务院期货监督管理机构会同国务院商务主管部门、国有资产监督管理机构、银行业监督管理机构、外汇管理部门等有关部门制订，报国务院批准后施行。

第五章　期货业协会

第四十七条　期货业协会是期货业的自律性组织，是社会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

团体法人。

期货公司以及其他专门从事期货经营的机构应当加入期货业协会，并缴纳会员费。

第四十八条 期货业协会的权力机构为全体会员组成的会员大会。

期货业协会的章程由会员大会制定，并报国务院期货监督管理机构备案。

期货业协会设理事会。理事会成员按照章程的规定选举产生。

第四十九条 期货业协会履行下列职责：

（一）教育和组织会员遵守期货法律法规和政策；

（二）制定会员应当遵守的行业自律性规则，监督、检查会员行为，对违反协会章程和自律性规则的，按照规定给予纪律处分；

（三）负责期货从业人员资格的认定、管理以及撤销工作；

（四）受理客户与期货业务有关的投诉，对会员之间、会员与客户之间发生的纠纷进行调解；

（五）依法维护会员的合法权益，向国务院期货监督管理机构反映会员的建议和要求；

（六）组织期货从业人员的业务培训，开展会员间的业务交流；

（七）组织会员就期货业的发展、运作以及有关内容进行研究；

（八）期货业协会章程规定的其他职责。

期货业协会的业务活动应当接受国务院期货监督管理机构的指导和监督。

第六章 监督管理

第五十条 国务院期货监督管理机构对期货市场实施监督管理，依法履行下列职责：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（一）制定有关期货市场监督管理的规章、规则，并依法行使审批权；

（二）对品种的上市、交易、结算、交割等期货交易及其相关活动，进行监督管理；

（三）对期货交易所、期货公司及其他期货经营机构、非期货公司结算会员、期货保证金安全存管监控机构、期货保证金存管银行、交割仓库等市场相关参与者的期货业务活动，进行监督管理；

（四）制定期货从业人员的资格标准和管理办法，并监督实施；

（五）监督检查期货交易的信息公开情况；

（六）对期货业协会的活动进行指导和监督；

（七）对违反期货市场监督管理法律、行政法规的行为进行查处；

（八）开展与期货市场监督管理有关的国际交流、合作活动；

（九）法律、行政法规规定的其他职责。

第五十一条 国务院期货监督管理机构依法履行职责，可以采取下列措施：

（一）对期货交易所、期货公司及其他期货经营机构、非期货公司结算会员、期货保证金安全存管监控机构和交割仓库进行现场检查；

（二）进入涉嫌违法行为发生场所调查取证；

（三）询问当事人和与被调查事件有关的单位和个人，要求其对与被调查事件有关的事项做出说明；

（四）查阅、复制与被调查事件有关的财产权登记等资料；

（五）查阅、复制当事人和与被调查事件有关的单位和个人的期货交易记录、财务会计资料以及其他相关文件和资料；对可能被转移、隐匿或者毁损的文件和资料，可以予以封存；

（六）查询与被调查事件有关的单位的保证金账户和银行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

账户；

（七）在调查操纵期货交易价格、内幕交易等重大期货违法行为时，经国务院期货监督管理机构主要负责人批准，可以限制被调查事件当事人的期货交易，但限制的时间不得超过 15 个交易日；案情复杂的，可以延长至 30 个交易日；

（八）法律、行政法规规定的其他措施。

第五十二条 期货交易所、期货公司及其他期货经营机构、期货保证金安全存管监控机构，应当向国务院期货监督管理机构报送财务会计报告、业务资料和其他有关资料。

对期货公司及其他期货经营机构报送的年度报告，国务院期货监督管理机构应当指定专人进行审核，并制作审核报告。审核人员应当在审核报告上签字。审核中发现问题的，国务院期货监督管理机构应当及时采取相应措施。

必要时，国务院期货监督管理机构可以要求非期货公司结算会员、交割仓库，以及期货公司股东、实际控制人或者其他关联人报送相关资料。

第五十三条 国务院期货监督管理机构依法履行职责，进行监督检查或者调查时，被检查、调查的单位和个人应当配合，如实提供有关文件和资料，不得拒绝、阻碍和隐瞒；其他有关部门和单位应当给予支持和配合。

第五十四条 国家根据期货市场发展的需要，设立期货投资者保障基金。

期货投资者保障基金的筹集、管理和使用的具体办法，由国务院期货监督管理机构会同国务院财政部门制定。

第五十五条 国务院期货监督管理机构应当建立、健全保证金安全存管监控制度，设立期货保证金安全存管监控机构。

客户和期货交易所、期货公司及其他期货经营机构、非期货公司结算会员以及期货保证金存管银行，应当遵守国务院期货监督管理机构有关保证金安全存管监控的规定。

第五十六条 期货保证金安全存管监控机构依照有关规定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对保证金安全实施监控，进行每日稽核，发现问题应当立即报告国务院期货监督管理机构。国务院期货监督管理机构应当根据不同情况，依照本条例有关规定及时处理。

第五十七条 国务院期货监督管理机构对期货交易所、期货公司及其他期货经营机构和期货保证金安全存管监控机构的董事、监事、高级管理人员以及其他期货从业人员，实行资格管理制度。

第五十八条 国务院期货监督管理机构应当制定期货公司持续性经营规则，对期货公司的净资本与净资产的比例，净资本与境内期货经纪、境外期货经纪等业务规模的比例，流动资产与流动负债的比例等风险监管指标做出规定；对期货公司及其分支机构的经营条件、风险管理、内部控制、保证金存管、关联交易等方面提出要求。

第五十九条 期货公司及其分支机构不符合持续性经营规则或者出现经营风险的，国务院期货监督管理机构可以对期货公司及其董事、监事和高级管理人员采取谈话、提示、记入信用记录等监管措施或者责令期货公司限期整改，并对其整改情况进行检查验收。

期货公司逾期未改正，其行为严重危及期货公司的稳健运行、损害客户合法权益，或者涉嫌严重违法违规正在被国务院期货监督管理机构调查的，国务院期货监督管理机构可以区别情形，对其采取下列措施：

（一）限制或者暂停部分期货业务；

（二）停止批准新增业务或者分支机构；

（三）限制分配红利，限制向董事、监事、高级管理人员支付报酬、提供福利；

（四）限制转让财产或者在财产上设定其他权利；

（五）责令更换董事、监事、高级管理人员或者有关业务部门、分支机构的负责人员，或者限制其权利；

（六）限制期货公司自有资金或者风险准备金的调拨和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使用；

（七）责令控股股东转让股权或者限制有关股东行使股东权利。

对经过整改符合有关法律、行政法规规定以及持续性经营规则要求的期货公司，国务院期货监督管理机构应当自验收完毕之日起 3 日内解除对其采取的有关措施。

对经过整改仍未达到持续性经营规则要求，严重影响正常经营的期货公司，国务院期货监督管理机构有权撤销其部分或者全部期货业务许可、关闭其分支机构。

第六十条 期货公司违法经营或者出现重大风险，严重危害期货市场秩序、损害客户利益的，国务院期货监督管理机构可以对该期货公司采取责令停业整顿、指定其他机构托管或者接管等监管措施。经国务院期货监督管理机构批准，可以对该期货公司直接负责的董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员采取以下措施：

（一）通知出境管理机关依法阻止其出境；

（二）申请司法机关禁止其转移、转让或者以其他方式处分财产，或者在财产上设定其他权利。

第六十一条 期货公司的股东有虚假出资或者抽逃出资行为的，国务院期货监督管理机构应当责令其限期改正，并可责令其转让所持期货公司的股权。

在股东按照前款要求改正违法行为、转让所持期货公司的股权前，国务院期货监督管理机构可以限制其股东权利。

第六十二条 当期货市场出现异常情况时，国务院期货监督管理机构可以采取必要的风险处置措施。

第六十三条 期货公司的交易软件、结算软件，应当满足期货公司审慎经营和风险管理以及国务院期货监督管理机构有关保证金安全存管监控规定的要求。期货公司的交易软件、结算软件不符合要求的，国务院期货监督管理机构有权要求期货公司予以改进或者更换。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国务院期货监督管理机构可以要求期货公司的交易软件、结算软件的供应商提供该软件的相关资料，供应商应当予以配合。国务院期货监督管理机构对供应商提供的相关资料负有保密义务。

第六十四条 期货公司涉及重大诉讼、仲裁，或者股权被冻结或者用于担保，以及发生其他重大事件时，期货公司及其相关股东、实际控制人应当自该事件发生之日起 5 日内向国务院期货监督管理机构提交书面报告。

第六十五条 会计师事务所、律师事务所、资产评估机构等中介服务机构向期货交易所和期货公司等市场相关参与者提供相关服务时，应当遵守期货法律、行政法规以及国家有关规定，并按照国务院期货监督管理机构的要求提供相关资料。

第六十六条 国务院期货监督管理机构应当与有关部门建立监督管理的信息共享和协调配合机制。

国务院期货监督管理机构可以和其他国家或者地区的期货监督管理机构建立监督管理合作机制，实施跨境监督管理。

第六十七条 国务院期货监督管理机构、期货交易所、期货保证金安全存管监控机构和期货保证金存管银行等相关单位的工作人员，应当忠于职守，依法办事，公正廉洁，保守国家秘密和有关当事人的商业秘密，不得利用职务便利牟取不正当的利益。

第七章　法律责任

第六十八条 期货交易所、非期货公司结算会员有下列行为之一的，责令改正，给予警告，没收违法所得：

（一）违反规定接纳会员的；

（二）违反规定收取手续费的；

（三）违反规定使用、分配收益的；

（四）不按照规定公布即时行情的，或者发布价格预测信息的；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（五）不按照规定向国务院期货监督管理机构履行报告义务的；

（六）不按照规定向国务院期货监督管理机构报送有关文件、资料的；

（七）不按照规定建立、健全结算担保金制度的；

（八）不按照规定提取、管理和使用风险准备金的；

（九）违反国务院期货监督管理机构有关保证金安全存管监控规定的；

（十）限制会员实物交割总量的；

（十一）任用不具备资格的期货从业人员的；

（十二）违反国务院期货监督管理机构规定的其他行为。

有前款所列行为之一的，对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予纪律处分，处 1 万元以上 10 万元以下的罚款。

有本条第一款第（二）项所列行为的，应当责令退还多收取的手续费。

期货保证金安全存管监控机构有本条第一款第（五）项、第（六）项、第（九）项、第（十一）项、第（十二）项所列行为的，依照本条第一款、第二款的规定处罚、处分。期货保证金存管银行有本条第一款第（九）项、第（十二）项所列行为的，依照本条第一款、第二款的规定处罚、处分。

第六十九条 期货交易所、非期货公司结算会员有下列行为之一的，责令改正，给予警告，没收违法所得，并处违法所得 1 倍以上 5 倍以下的罚款；没有违法所得或者违法所得不满 10 万元的，并处 10 万元以上 50 万元以下的罚款；情节严重的，责令停业整顿：

（一）未经批准，擅自办理本条例第十三条所列事项的；

（二）允许会员在保证金不足的情况下进行期货交易的；

（三）直接或者间接参与期货交易，或者违反规定从事与其职责无关的业务的；

（四）违反规定收取保证金，或者挪用保证金的；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（五）伪造、涂改或者不按照规定保存期货交易、结算、交割资料的；

（六）未建立或者未执行当日无负债结算、涨跌停板、持仓限额和大户持仓报告制度的；

（七）拒绝或者妨碍国务院期货监督管理机构监督检查的；

（八）违反国务院期货监督管理机构规定的其他行为。

有前款所列行为之一的，对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予纪律处分，处1万元以上10万元以下的罚款。

期货保证金安全存管监控机构有本条第一款第（三）项、第（七）项、第（八）项所列行为的，依照本条第一款、第二款的规定处罚、处分。

第七十条 期货公司有下列行为之一的，责令改正，给予警告，没收违法所得，并处违法所得1倍以上3倍以下的罚款；没有违法所得或者违法所得不满10万元的，并处10万元以上30万元以下的罚款；情节严重的，责令停业整顿或者吊销期货业务许可证：

（一）接受不符合规定条件的单位或者个人委托的；

（二）允许客户在保证金不足的情况下进行期货交易的；

（三）未经批准，擅自办理本条例第十九条、第二十条所列事项的；

（四）违反规定从事与期货业务无关的活动的；

（五）从事或者变相从事期货自营业务的；

（六）为其股东、实际控制人或者其他关联人提供融资，或者对外担保的；

（七）违反国务院期货监督管理机构有关保证金安全存管监控规定的；

（八）不按照规定向国务院期货监督管理机构履行报告义务或者报送有关文件、资料的；

（九）交易软件、结算软件不符合期货公司审慎经营和风险管理以及国务院期货监督管理机构有关保证金安全存管监控规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定的要求的；

（十）不按照规定提取、管理和使用风险准备金的；

（十一）伪造、涂改或者不按照规定保存期货交易、结算、交割资料的；

（十二）任用不具备资格的期货从业人员的；

（十三）伪造、变造、出租、出借、买卖期货业务许可证或者经营许可证的；

（十四）进行混码交易的；

（十五）拒绝或者妨碍国务院期货监督管理机构监督检查的；

（十六）违反国务院期货监督管理机构规定的其他行为。

期货公司有前款所列行为之一的，对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处 1 万元以上 5 万元以下的罚款；情节严重的，暂停或者撤销任职资格、期货从业人员资格。

期货公司之外的其他期货经营机构有本条第一款第（八）项、第（十二）项、第（十三）项、第（十五）项、第（十六）项所列行为的，依照本条第一款、第二款的规定处罚。

期货公司的股东、实际控制人或者其他关联人未经批准擅自委托他人或者接受他人委托持有或者管理期货公司股权的，拒不配合国务院期货监督管理机构的检查，拒不按照规定履行报告义务、提供有关信息和资料，或者报送、提供的信息和资料有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，依照本条第一款、第二款的规定处罚。

第七十一条 期货公司有下列欺诈客户行为之一的，责令改正，给予警告，没收违法所得，并处违法所得 1 倍以上 5 倍以下的罚款；没有违法所得或者违法所得不满 10 万元的，并处 10 万元以上 50 万元以下的罚款；情节严重的，责令停业整顿或者吊销期货业务许可证：

（一）向客户做获利保证或者不按照规定向客户出示风险说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明书的；

（二）在经纪业务中与客户约定分享利益、共担风险的；

（三）不按照规定接受客户委托或者不按照客户委托内容擅自进行期货交易的；

（四）隐瞒重要事项或者使用其他不正当手段，诱骗客户发出交易指令的；

（五）向客户提供虚假成交回报的；

（六）未将客户交易指令下达到期货交易所的；

（七）挪用客户保证金的；

（八）不按照规定在期货保证金存管银行开立保证金账户，或者违规划转客户保证金的；

（九）国务院期货监督管理机构规定的其他欺诈客户的行为。

期货公司有前款所列行为之一的，对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处1万元以上10万元以下的罚款；情节严重的，暂停或者撤销任职资格、期货从业人员资格。

任何单位或者个人编造并且传播有关期货交易的虚假信息，扰乱期货交易市场的，依照本条第一款、第二款的规定处罚。

第七十二条 期货公司及其他期货经营机构、非期货公司结算会员、期货保证金存管银行提供虚假申请文件或者采取其他欺诈手段隐瞒重要事实骗取期货业务许可的，撤销其期货业务许可，没收违法所得。

第七十三条 期货交易内幕信息的知情人或者非法获取期货交易内幕信息的人，在对期货交易价格有重大影响的信息尚未公开前，利用内幕信息从事期货交易，或者向他人泄露内幕信息，使他人利用内幕信息进行期货交易的，没收违法所得，并处违法所得1倍以上5倍以下的罚款；没有违法所得或者违法所得不满10万元的，处10万元以上50万元以下的罚款。单位从事内幕交易的，还应当对直接负责的主管人员和其他直接

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

责任人员给予警告，并处 3 万元以上 30 万元以下的罚款。

国务院期货监督管理机构、期货交易所和期货保证金安全存管监控机构的工作人员进行内幕交易的，从重处罚。

第七十四条 任何单位或者个人有下列行为之一，操纵期货交易价格的，责令改正，没收违法所得，并处违法所得 1 倍以上 5 倍以下的罚款；没有违法所得或者违法所得不满 20 万元的，处 20 万元以上 100 万元以下的罚款：

（一）单独或者合谋，集中资金优势、持仓优势或者利用信息优势联合或者连续买卖合约，操纵期货交易价格的；

（二）蓄意串通，按事先约定的时间、价格和方式相互进行期货交易，影响期货交易价格或者期货交易量的；

（三）以自己为交易对象，自买自卖，影响期货交易价格或者期货交易量的；

（四）为影响期货市场行情囤积现货的；

（五）国务院期货监督管理机构规定的其他操纵期货交易价格的行为。

单位有前款所列行为之一的，对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处 1 万元以上 10 万元以下的罚款。

第七十五条 交割仓库有本条例第三十九条第二款所列行为之一的，责令改正，给予警告，没收违法所得，并处违法所得 1 倍以上 5 倍以下的罚款；没有违法所得或者违法所得不满 10 万元的，并处 10 万元以上 50 万元以下的罚款；情节严重的，责令期货交易所暂停或者取消其交割仓库资格。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处 1 万元以上 10 万元以下的罚款。

第七十六条 国有以及国有控股企业违反本条例和国务院国有资产监督管理机构以及其他有关部门关于企业以国有资产进入期货市场的有关规定进行期货交易，或者单位、个人违规使用信贷资金、财政资金进行期货交易的，给予警告，没收违

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法所得，并处违法所得 1 倍以上 5 倍以下的罚款；没有违法所得或者违法所得不满 10 万元的，并处 10 万元以上 50 万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予降级直至开除的纪律处分。

第七十七条 境内单位或者个人违反规定从事境外期货交易的，责令改正，给予警告，没收违法所得，并处违法所得 1 倍以上 5 倍以下的罚款；没有违法所得或者违法所得不满 20 万元的，并处 20 万元以上 100 万元以下的罚款；情节严重的，暂停其境外期货交易。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处 1 万元以上 10 万元以下的罚款。

第七十八条 任何单位或者个人非法设立或者变相设立期货交易所、期货公司及其他期货经营机构，或者擅自从事期货业务，或者组织变相期货交易活动的，予以取缔，没收违法所得，并处违法所得 1 倍以上 5 倍以下的罚款；没有违法所得或者违法所得不满 20 万元的，处 20 万元以上 100 万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处 1 万元以上 10 万元以下的罚款。

第七十九条 期货公司的交易软件、结算软件供应商拒不配合国务院期货监督管理机构调查，或者未按照规定向国务院期货监督管理机构提供相关软件资料，或者提供的软件资料有虚假、重大遗漏的，责令改正，处 3 万元以上 10 万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处 1 万元以上 5 万元以下的罚款。

第八十条 会计师事务所、律师事务所、资产评估机构等中介服务机构未勤勉尽责，所出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，责令改正，没收业务收入，暂停或者撤销相关业务许可，并处业务收入 1 倍以上 5 倍以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处 3 万元以上 10 万元以下的罚款。

第八十一条 任何单位或者个人违反本条例规定，情节严

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重的，由国务院期货监督管理机构宣布该个人、该单位或者该单位的直接责任人员为期货市场禁止进入者。

第八十二条 国务院期货监督管理机构、期货交易所、期货保证金安全存管监控机构和期货保证金存管银行等相关单位的工作人员，泄露知悉的国家秘密或者会员、客户商业秘密，或者徇私舞弊、玩忽职守、滥用职权、收受贿赂的，依法给予行政处分或者纪律处分。

第八十三条 违反本条例规定，构成犯罪的，依法追究刑事责任。

第八十四条 对本条例规定的违法行为的行政处罚，由国务院期货监督管理机构决定；涉及其他有关部门法定职权的，国务院期货监督管理机构应当会同其他有关部门处理；属于其他有关部门法定职权的，国务院期货监督管理机构应当移交其他有关部门处理。

第八章　附　则

第八十五条 本条例下列用语的含义：

（一）期货合约，是指由期货交易所统一制定的、规定在将来某一特定的时间和地点交割一定数量标的物的标准化合约。根据合约标的物的不同，期货合约分为商品期货合约和金融期货合约。商品期货合约的标的物包括农产品、工业品、能源和其他商品及其相关指数产品；金融期货合约的标的物包括有价证券、利率、汇率等金融产品及其相关指数产品。

（二）期权合约，是指由期货交易所统一制定的、规定买方有权在将来某一时间以特定价格买入或者卖出约定标的物（包括期货合约）的标准化合约。

（三）保证金，是指期货交易者按照规定标准交纳的资金，用于结算和保证履约。

（四）结算，是指根据期货交易所公布的结算价格对交易双方的交易盈亏状况进行的资金清算和划转。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（五）交割，是指合约到期时，按照期货交易所的规则和程序，交易双方通过该合约所载标的物所有权的转移，或者按照规定结算价格进行现金差价结算，了结到期未平仓合约的过程。

（六）平仓，是指期货交易者买入或者卖出与其所持合约的品种、数量和交割月份相同但交易方向相反的合约，了结期货交易的行为。

（七）持仓量，是指期货交易者所持有的未平仓合约的数量。

（八）持仓限额，是指期货交易所对期货交易者的持仓量规定的最高数额。

（九）仓单，是指交割仓库开具并经期货交易所认定的标准化提货凭证。

（十）涨跌停板，是指合约在 1 个交易日中的交易价格不得高于或者低于规定的涨跌幅度，超出该涨跌幅度的报价将被视为无效，不能成交。

（十一）内幕信息，是指可能对期货交易价格产生重大影响的尚未公开的信息，包括：国务院期货监督管理机构以及其他相关部门制定的对期货交易价格可能发生重大影响的政策，期货交易所做出的可能对期货交易价格发生重大影响的决定，期货交易所会员、客户的资金和交易动向以及国务院期货监督管理机构认定的对期货交易价格有显著影响的其他重要信息。

（十二）内幕信息的知情人员，是指由于其管理地位、监督地位或者职业地位，或者作为雇员、专业顾问履行职务，能够接触或者获得内幕信息的人员，包括：期货交易所的管理人员以及其他由于任职可获取内幕信息的从业人员，国务院期货监督管理机构和其他有关部门的工作人员以及国务院期货监督管理机构规定的其他人员。

第八十六条 国务院期货监督管理机构可以批准设立期货专门结算机构，专门履行期货交易所的结算以及相关职责，并承担相应法律责任。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八十七条 境外机构在境内设立、收购或者参股期货经营机构，以及境外期货经营机构在境内设立分支机构（含代表处）的管理办法，由国务院期货监督管理机构会同国务院商务主管部门、外汇管理部门等有关部门制订，报国务院批准后施行。

第八十八条 在期货交易所之外的国务院期货监督管理机构批准的交易场所进行的期货交易，依照本条例的有关规定执行。

第八十九条 任何机构或者市场，未经国务院期货监督管理机构批准，采用集中交易方式进行标准化合约交易，同时采用以下交易机制或者具备以下交易机制特征之一的，为变相期货交易：

（一）为参与集中交易的所有买方和卖方提供履约担保的；

（二）实行当日无负债结算制度和保证金制度，同时保证金收取比例低于合约（或者合同）标的额 20%的。

本条例施行前采用前款规定的交易机制或者具备前款规定的交易机制特征之一的机构或者市场，应当在国务院商务主管部门规定的期限内进行整改。

第九十条 不属于期货交易的商品或者金融产品的其他交易活动，由国家有关部门监督管理，不适用本条例。

第九十一条 本条例自 2007 年 4 月 15 日起施行。1999 年 6 月 2 日国务院发布的《期货交易管理暂行条例》同时废止。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附2

中国证券监督管理委员会令第42号

《期货交易所管理办法》已经2007年3月28日中国证券监督管理委员会第203次主席办公会议审议通过，现予发布，自2007年4月15日起施行。

中国证券监督管理委员会主席：尚福林

二〇〇七年四月九日

期货交易所管理办法

第一章　总　则

第一条　为了加强对期货交易所的监督管理，明确期货交易所职责，维护期货市场秩序，促进期货市场积极稳妥发展，根据《期货交易管理条例》，制定本办法。

第二条　本办法适用于在中华人民共和国境内设立的期货交易所。

第三条　本办法所称期货交易所是指依照《期货交易管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

条例》和本办法规定设立，不以营利为目的，履行《期货交易管理条例》和本办法规定的职责，按照章程和交易规则实行自律管理的法人。

第四条 经中国证券监督管理委员会（以下简称中国证监会）批准，期货交易所可以采取会员制或者公司制的组织形式。

会员制期货交易所的注册资本划分为均等份额，由会员出资认缴。

公司制期货交易所采用股份有限公司的组织形式。

第五条 中国证监会依法对期货交易所实行集中统一的监督管理。

第二章　设立、变更与终止

第六条 设立期货交易所，由中国证监会审批。未经批准，任何单位或者个人不得设立期货交易所或者以任何形式组织期货交易及其相关活动。

第七条 经中国证监会批准设立的期货交易所，应当标明“商品交易所”或者“期货交易所”字样。其他任何单位或者个人不得使用期货交易所或者近似的名称。

第八条 期货交易所除履行《期货交易管理条例》规定的职责外，还应当履行下列职责：

（一）制定并实施期货交易所的交易规则及其实施细则；

（二）发布市场信息；

（三）监管会员及其客户、指定交割仓库、期货保证金存管银行及期货市场其他参与者的期货业务；

（四）查处违规行为。

第九条 申请设立期货交易所，应当向中国证监会提交下列文件和材料：

（一）申请书；

（二）章程和交易规则草案；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（三）期货交易所的经营计划；

（四）拟加入会员或者股东名单；

（五）理事会成员候选人或者董事会和监事会成员名单及简历；

（六）拟任用高级管理人员的名单及简历；

（七）场地、设备、资金证明文件及情况说明；

（八）中国证监会规定的其他文件、材料。

第十条 期货交易所章程应当载明下列事项：

（一）设立目的和职责；

（二）名称、住所和营业场所；

（三）注册资本及其构成；

（四）营业期限；

（五）组织机构的组成、职责、任期和议事规则；

（六）管理人员的产生、任免及其职责；

（七）基本业务制度；

（八）风险准备金管理制度；

（九）财务会计、内部控制制度；

（十）变更、终止的条件、程序及清算办法；

（十一）章程修改程序；

（十二）需要在章程中规定的其他事项。

第十一条 除本办法第十条规定的事项外，会员制期货交易所章程还应当载明下列事项：

（一）会员资格及其管理办法；

（二）会员的权利和义务；

（三）对会员的纪律处分。

第十二条 期货交易所交易规则应当载明下列事项：

（一）期货交易、结算和交割制度；

（二）风险管理制度和交易异常情况的处理程序；

（三）保证金的管理和使用制度；

（四）期货交易信息的发布办法；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（五）违规、违约行为及其处理办法；

（六）交易纠纷的处理方式；

（七）需要在交易规则中载明的其他事项。

公司制期货交易所还应当在交易规则中载明本办法第十一条规定的事项。

第十三条 期货交易所变更名称、注册资本的，应当经中国证监会批准。

第十四条 期货交易所的合并、分立，由中国证监会批准。

期货交易所合并可以采取吸收合并和新设合并两种方式，合并前各方的债权、债务由合并后存续或者新设的期货交易所承继。

期货交易所分立的，其债权、债务由分立后的期货交易所承继。

第十五条 期货交易所联网交易的，应当于决定之日起 10 日内报告中国证监会。

第十六条 未经中国证监会批准，期货交易所不得设立分所或者其他任何期货交易场所。

第十七条 期货交易所因下列情形之一解散：

（一）章程规定的营业期限届满；

（二）会员大会或者股东大会决定解散；

（三）中国证监会决定关闭。

期货交易所因前款第（一）项、第（二）项情形解散的，由中国证监会批准。

第十八条 期货交易所因合并、分立或者解散而终止的，由中国证监会予以公告。

期货交易所终止的，应当成立清算组进行清算。清算组制定的清算方案，应当报中国证监会批准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章　组织机构

第一节　会员制期货交易所

第十九条　会员制期货交易所设会员大会。会员大会是期货交易所的权力机构，由全体会员组成。

第二十条　会员大会行使下列职权：

（一）审定期货交易所章程、交易规则及其修改草案；

（二）选举和更换会员理事；

（三）审议批准理事会和总经理的工作报告；

（四）审议批准期货交易所的财务预算方案、决算报告；

（五）审议期货交易所风险准备金使用情况；

（六）决定增加或者减少期货交易所注册资本；

（七）决定期货交易所的合并、分立、解散和清算事项；

（八）决定期货交易所理事会提交的其他重大事项；

（九）期货交易所章程规定的其他职权。

第二十一条　会员大会由理事会召集，每年召开一次。

有下列情形之一的，应当召开临时会员大会：

（一）会员理事不足期货交易所章程规定人数的 2/3；

（二）1/3 以上会员联名提议；

（三）理事会认为必要。

第二十二条　会员大会由理事长主持。召开会员大会，应当将会议审议的事项于会议召开 10 日前通知会员。临时会员大会不得对通知中未列明的事项作出决议。

第二十三条　会员大会有 2/3 以上会员参加方为有效。会员大会应当对表决事项制作会议纪要，由出席会议的理事签名。

会员大会结束之日起 10 日内，期货交易所应当将大会全部文件报告中国证监会。

第二十四条　期货交易所设理事会，每届任期 3 年。理事



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会是会员大会的常设机构，对会员大会负责。

第二十五条 理事会行使下列职权：

（一）召集会员大会，并向会员大会报告工作；

（二）拟订期货交易所章程、交易规则及其修改草案，提交会员大会审定；

（三）审议总经理提出的财务预算方案、决算报告，提交会员大会通过；

（四）审议期货交易所合并、分立、解散和清算的方案，提交会员大会通过；

（五）决定专门委员会的设置；

（六）决定会员的接纳和退出；

（七）决定对违规行为的纪律处分；

（八）决定期货交易所变更名称、住所或者营业场所；

（九）审议批准根据章程和交易规则制定的细则和办法；

（十）审议结算担保金的使用情况；

（十一）审议批准风险准备金的使用方案；

（十二）审议批准总经理提出的期货交易所发展规划和年度工作计划；

（十三）审议批准期货交易所对外投资计划；

（十四）监督总经理组织实施会员大会和理事会决议的情况；

（十五）监督期货交易所高级管理人员和其他工作人员遵守国家有关法律、行政法规、规章、政策和期货交易所章程、交易规则及其实施细则的情况；

（十六）组织期货交易所年度财务会计报告的审计工作，决定会计师事务所的聘用和变更事项；

（十七）期货交易所章程规定和会员大会授予的其他职权。

第二十六条 理事会由会员理事和非会员理事组成；其中会员理事由会员大会选举产生，非会员理事由中国证监会委派。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二十七条 理事会设理事长1人、副理事长1至2人。理事长、副理事长的任免，由中国证监会提名，理事会通过。理事长不得兼任总经理。

第二十八条 理事长行使下列职权：

（一）主持会员大会、理事会会议和理事会日常工作；

（二）组织协调专门委员会的工作；

（三）检查理事会决议的实施情况并向理事会报告。

副理事长协助理事长工作。理事长因故临时不能履行职权的，由理事长指定的副理事长或者理事代其履行职权。

第二十九条 理事会会议至少每半年召开一次。每次会议应当于会议召开10日前通知全体理事。

有下列情形之一的，应当召开理事会临时会议：

（一）1/3以上理事联名提议；

（二）期货交易所章程规定的情形；

（三）中国证监会提议。

理事会召开临时会议，可以另定召集理事会临时会议的通知方式和通知时限。

第三十条 理事会会议须有2/3以上理事出席方为有效，其决议须经全体理事1/2以上表决通过。

理事会会议结束之日起10日内，理事会应当将会议决议及其他会议文件报告中国证监会。

第三十一条 理事会会议应当由理事本人出席。理事因故不能出席的，应当以书面形式委托其他理事代为出席；委托书中应当载明授权范围。每位理事只能接受一位理事的委托。

理事会应当对会议表决事项作成会议记录，由出席会议的理事和记录员在会议记录上签名。

第三十二条 理事会可以根据需要设立监察、交易、结算、交割、会员资格审查、纪律处分、调解、财务和技术等专门委员会。

各专门委员会对理事会负责，其职责、任期和人员组成等

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事项由理事会规定。

第三十三条 期货交易所设总经理 1 人，副总经理若干人。总经理、副总经理由中国证监会任免。总经理每届任期 3 年，连任不得超过两届。

总经理是期货交易所的法定代表人，总经理是当然理事。

第三十四条 总经理行使下列职权：

（一）组织实施会员大会、理事会通过的制度和决议；

（二）主持期货交易所的日常工作；

（三）根据章程和交易规则拟订有关细则和办法；

（四）决定结算担保金的使用；

（五）拟订风险准备金的使用方案；

（六）拟订并实施经批准的期货交易所发展规划、年度工作计划；

（七）拟订并实施经批准的期货交易所对外投资计划；

（八）拟订期货交易所财务预算方案、决算报告；

（九）拟订期货交易所合并、分立、解散和清算的方案；

（十）拟订期货交易所变更名称、住所或者营业场所的方案；

（十一）决定期货交易所机构设置方案，聘任和解聘工作人员；

（十二）决定期货交易所员工的工资和奖惩；

（十三）期货交易所章程规定的或者理事会授予的其他职权。

总经理因故临时不能履行职权的，由总经理指定的副总经理代其履行职权。

第三十五条 期货交易所任免中层管理人员，应当在决定之日起 10 日内向中国证监会报告。

第二节 公司制期货交易所

第三十六条 公司制期货交易所设股东大会。股东大会是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期货交易所的权力机构，由全体股东组成。

第三十七条 股东大会行使下列职权：

（一）本办法第二十条第（一）项、第（四）项至第（七）项规定的职权；

（二）选举和更换非由职工代表担任的董事、监事；

（三）审议批准董事会、监事会和总经理的工作报告；

（四）决定期货交易所董事会提交的其他重大事项；

（五）期货交易所章程规定的其他职权。

第三十八条 股东大会会议的召开及议事规则应当符合期货交易所章程的规定。

会议结束之日起10日内，期货交易所应当将会议全部文件报告中国证监会。

第三十九条 期货交易所设董事会，每届任期3年。

第四十条 董事会对股东大会负责，行使下列职权：

（一）召集股东大会会议，并向股东大会报告工作；

（二）拟订期货交易所章程、交易规则及其修改草案，提交股东大会审定；

（三）审议总经理提出的财务预算方案、决算报告，提交股东大会通过；

（四）审议期货交易所合并、分立、解散和清算的方案，提交股东大会通过；

（五）监督总经理组织实施股东大会和董事会决议的情况；

（六）本办法第二十五条第（五）项至第（十三）项、第（十五）项、第（十六）项规定的职权；

（七）期货交易所章程规定和股东大会授予的其他职权。

第四十一条 期货交易所设董事长1人，副董事长1至2人。董事长、副董事长的任免，由中国证监会提名，董事会通过。董事长不得兼任总经理。

第四十二条 董事长行使下列职权：

（一）主持股东大会、董事会会议和董事会日常工作；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（二）组织协调专门委员会的工作；

（三）检查董事会决议的实施情况并向董事会报告。

副董事长协助董事长工作。董事长因故临时不能履行职权的，由董事长指定的副董事长或者董事代其履行职权。

第四十三条 董事会会议的召开和议事规则应当符合期货交易所章程的规定。

董事会会议结束之日起10日内，董事会应当将会议决议及其他会议文件报告中国证监会。

第四十四条 董事会可以根据需要设立本办法第三十二条规定的专门委员会。各专门委员会对董事会负责，其职责、任期和人员组成等事项由董事会规定。

第四十五条 期货交易所应当设独立董事。独立董事由中国证监会提名，股东大会通过。

第四十六条 期货交易所可以设董事会秘书。董事会秘书由中国证监会提名，董事会通过。

董事会秘书负责期货交易所股东大会和董事会会议的筹备、文件保管以及期货交易所股东资料的管理等事宜。

第四十七条 期货交易所设总经理1人，副总经理若干人。总经理、副总经理由中国证监会任免。总经理每届任期3年，连任不得超过两届。

总经理是期货交易所的法定代表人，总经理应当由董事担任。

第四十八条 总经理行使下列职权：

（一）组织实施股东大会、董事会通过的制度和决议；

（二）本办法第三十四条第（二）项至第（十二）项规定的职权；

（三）期货交易所章程规定或者董事会授予的其他职权。

总经理因故临时不能履行职权的，由总经理指定的副总经理代其履行职权。

第四十九条 期货交易所设监事会，每届任期3年。监事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会成员不得少于3人。监事会设主席1人，副主席1至2人。监事会主席、副主席的任免，由中国证监会提名，监事会通过。

第五十条 监事会行使下列职权：

（一）检查期货交易所财务；

（二）监督期货交易所董事、高级管理人员执行职务行为；

（三）向股东大会会议提出提案；

（四）期货交易所章程规定的其他职权。

第五十一条 监事会会议的召开和议事规则应当符合期货交易所章程的规定。

监事会会议结束之日起10日内，监事会应当将会议决议及其他会议文件报告中国证监会。

第五十二条 本办法第三十五条的规定适用于公司制期货交易所。

第四章 会员管理

第五十三条 期货交易所会员应当是在中华人民共和国境内登记注册的企业法人或者其他经济组织。

第五十四条 取得期货交易所会员资格，应当经期货交易所批准。

期货交易所批准、取消会员的会员资格，应当向中国证监会报告。

第五十五条 期货交易所应当制定会员管理办法，规定会员资格的取得与终止的条件和程序、对会员的监督管理等内容。

第五十六条 会员制期货交易所会员享有下列权利：

（一）参加会员大会，行使选举权、被选举权和表决权；

（二）在期货交易所从事规定的交易、结算和交割等业务；

（三）使用期货交易所提供的交易设施，获得有关期货交易的信息和服务；

（四）按规定转让会员资格；



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（五）联名提议召开临时会员大会；

（六）按照期货交易所章程和交易规则行使申诉权；

（七）期货交易所章程规定的其他权利。

第五十七条 会员制期货交易所会员应当履行下列义务：

（一）遵守国家有关法律、行政法规、规章和政策；

（二）遵守期货交易所的章程、交易规则及其实施细则及有关决定；

（三）按规定缴纳各种费用；

（四）执行会员大会、理事会的决议；

（五）接受期货交易所监督管理。

第五十八条 公司制期货交易所会员享有下列权利：

（一）本办法第五十六条第（二）项和第（三）项规定的权利；

（二）按照交易规则行使申诉权；

（三）期货交易所交易规则规定的其他权利。

第五十九条 公司制期货交易所会员应当履行本办法第五十七条第（一）项至第（三）项、第（五）项规定的义务。

第六十条 期货交易所每年应当对会员遵守期货交易所交易规则及其实施细则的情况进行抽样或者全面检查，并将检查结果报告中国证监会。

期货交易所行使监管职权时，可以按照期货交易所章程和交易规则及其实施细则规定的权限和程序对会员进行调查取证，会员应当配合。

第六十一条 经中国证监会批准，期货交易所可以实行全员结算制度或者会员分级结算制度。

第六十二条 实行全员结算制度的期货交易所会员均具有与期货交易所进行结算的资格。

第六十三条 实行全员结算制度的期货交易所会员由期货公司会员和非期货公司会员组成。期货公司会员按照中国证监会批准的业务范围开展相关业务；非期货公司会员不得从事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《期货交易管理条例》规定的期货公司业务。

第六十四条 实行全员结算制度的期货交易所对会员结算，会员对其受托的客户结算。

第六十五条 实行会员分级结算制度的期货交易所会员由结算会员和非结算会员组成。结算会员具有与期货交易所进行结算的资格，非结算会员不具有与期货交易所进行结算的资格。

期货交易所对结算会员结算，结算会员对非结算会员结算，非结算会员对其受托的客户结算。

第六十六条 结算会员由交易结算会员、全面结算会员和特别结算会员组成。

全面结算会员、特别结算会员可以为与其签订结算协议的非结算会员办理结算业务。交易结算会员不得为非结算会员办理结算业务。

第六十七条 申请成为结算会员的，应当取得中国证监会批准的结算业务资格。

第六十八条 实行会员分级结算制度的期货交易所可以根据结算会员资信和业务开展情况，限制结算会员的结算业务范围，但应当于3日内报告中国证监会。

第五章 基本业务规则

第六十九条 期货交易所向会员收取的保证金，只能用于担保期货合约的履行，不得查封、冻结、扣划或者强制执行。期货交易所应当在期货保证金存管银行开立专用结算账户，专户存储保证金，不得挪用。

保证金分为结算准备金和交易保证金。结算准备金是指未被合约占用的保证金；交易保证金是指已被合约占用的保证金。

实行会员分级结算制度的期货交易所只向结算会员收取保证金。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七十条 期货交易所应当建立保证金管理制度。保证金管理制度应当包括下列内容：

（一）向会员收取保证金的标准和形式；

（二）专用结算账户中会员结算准备金最低余额；

（三）当会员结算准备金余额低于期货交易所规定最低余额时的处置方法。

会员结算准备金最低余额由会员以自有资金向期货交易所缴纳。

第七十一条 期货交易所可以接受以下有价证券充抵保证金：

（一）经期货交易所认定的标准仓单；

（二）可流通的国债；

（三）中国证监会认定的其他有价证券。

以前款规定的有价证券充抵保证金的，充抵的期限不得超过该有价证券的有效期限。

第七十二条 标准仓单充抵保证金的，期货交易所以充抵日前一交易日该标准仓单对应品种最近交割月份期货合约的结算价为基准计算价值。

国债充抵保证金的，期货交易所以充抵日前一交易日该国债在上海证券交易所、深圳证券交易所较低的收盘价为基准计算价值。

期货交易所可以根据市场情况对用于充抵保证金的有价证券的基准计算价值进行调整。

第七十三条 有价证券充抵保证金的金额不得高于以下标准中的较低值：

（一）有价证券基准计算价值的80%；

（二）会员在期货交易所专用结算账户中的实有货币资金的4倍。

第七十四条 期货交易的相关亏损、费用、货款和税金等款项，应当以货币资金支付，不得以有价证券充抵的金额

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

支付。

第七十五条 客户以有价证券充抵保证金的，会员应当将收到的有价证券提交期货交易所。

非结算会员的客户以有价证券充抵保证金的，非结算会员应将收到的有价证券提交结算会员，由结算会员提交期货交易所。

第七十六条 客户以有价证券充抵保证金的，期货交易所应当将用于充抵的有价证券的种类和数量如实反映在该客户的交易编码下。

第七十七条 实行会员分级结算制度的期货交易所应当建立结算担保金制度。结算担保金包括基础结算担保金和变动结算担保金。

结算担保金由结算会员以自有资金向期货交易所缴纳。结算担保金属于结算会员所有，用于应对结算会员违约风险。期货交易所应当按照有关规定管理和使用，不得挪作他用。

期货交易所调整基础结算担保金标准的，应当在调整前报告中国证监会。

第七十八条 期货交易所应当按照手续费收入的 20%的比例提取风险准备金，风险准备金应当单独核算，专户存储。

中国证监会可以根据期货交易所业务规模、发展计划以及潜在的风险决定风险准备金的规模。

第七十九条 期货交易实行客户交易编码制度。会员和客户应当遵守一户一码制度，不得混码交易。

第八十条 期货交易实行限仓制度和套期保值审批制度。

第八十一条 期货交易实行大户持仓报告制度。会员或者客户持仓达到期货交易所规定的持仓报告标准的，会员或者客户应当向期货交易所报告。客户未报告的，会员应当向期货交易所报告。

期货交易所可以根据市场风险状况制定并调整持仓报告

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标准。

第八十二条 期货交易实行当日无负债结算制度。

第八十三条 实行全员结算制度的期货交易所对会员进行风险管理，会员对其受托的客户进行风险管理。

实行会员分级结算制度的期货交易所对结算会员进行风险管理，结算会员对与其签订结算协议的非结算会员进行风险管理，会员对其受托的客户进行风险管理。

第八十四条 会员在期货交易中违约的，应当承担违约责任。

期货交易所先以违约会员的保证金承担该会员的违约责任，保证金不足的，实行全员结算制度的期货交易所应当以违约会员的自有资金、期货交易所风险准备金和期货交易所自有资金承担；实行会员分级结算制度的期货交易所应当以违约会员的自有资金、结算担保金、期货交易所风险准备金和期货交易所自有资金承担。

期货交易所以结算担保金、期货交易所风险准备金和期货交易所自有资金代为承担责任后，由此取得对违约会员的相应追偿权。

第八十五条 有根据认为会员或者客户违反期货交易所交易规则及其实施细则并且对市场正在产生或者即将产生重大影响，为防止违规行为后果进一步扩大，期货交易所可以对该会员或者客户采取下列临时处置措施：

（一）限制入金；

（二）限制出金；

（三）限制开仓；

（四）提高保证金标准；

（五）限期平仓；

（六）强行平仓。

期货交易所按交易规则及其实施细则规定的程序采取前款第（四）项、第（五）项或者第（六）项措施的，应当在采取

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

措施后及时报告中国证监会。

期货交易所对会员或者客户采取临时处置措施，应当按照期货交易所交易规则及其实施细则规定的方式通知会员或者客户，并列明采取临时处置措施的根据。

第八十六条 期货价格出现同方向连续涨跌停板的，期货交易所可以采用调整涨跌停板幅度、提高交易保证金标准及按一定原则减仓等措施化解风险。

第八十七条 期货交易所实行风险警示制度。期货交易所认为必要的，可以分别或同时采取要求会员和客户报告情况、谈话提醒、发布风险提示函等措施，以警示和化解风险。

第八十八条 在期货交易过程中出现以下情形之一的，期货交易所可以宣布进入异常情况，采取紧急措施化解风险：

（一）地震、水灾、火灾等不可抗力或者计算机系统故障等不可归责于期货交易所的原因导致交易无法正常进行；

（二）会员出现结算、交割危机，对市场正在产生或者即将产生重大影响；

（三）出现本办法第八十六条规定的情形经采取相应措施后仍未化解风险；

（四）期货交易所交易规则及其实施细则中规定的其他情形。

期货交易所宣布进入异常情况并决定采取紧急措施前应当报告中国证监会。

第八十九条 期货交易所宣布进入异常情况并决定暂停交易的，暂停交易的期限不得超过 3 个交易日，但经中国证监会批准延长的除外。

第九十条 期货交易所应当以适当方式发布下列信息：

（一）即时行情；

（二）持仓量、成交量排名情况；

（三）期货交易所交易规则及其实施细则规定的其他信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期货交易涉及商品实物交割的，期货交易所还应当发布标准仓单数量和可用库容情况。

第九十一条 期货交易所应当编制交易情况周报表、月报表和年报表，并及时公布。

第九十二条 期货交易所对期货交易、结算、交割资料的保存期限应当不少于20年。

第六章 监督管理

第九十三条 期货交易所制定或者修改章程、交易规则，上市、中止、取消或者恢复交易品种，上市、修改或者终止合约，应当经中国证监会批准。

第九十四条 期货交易所应当对违反期货交易所交易规则及其实施细则的行为制定查处办法，并报中国证监会批准。

期货交易所对会员及其客户、指定交割仓库、期货保证金存管银行及期货市场其他参与者与期货业务有关的违规行为，应当在前款所称办法规定的职责范围内及时予以查处；超出前款所称办法规定的职责范围的，应当向中国证监会报告。

第九十五条 期货交易所制定或者修改交易规则的实施细则，应当征求中国证监会的意见，并在正式发布实施前，报告中国证监会。

第九十六条 期货交易所的交易结算系统和交易结算业务应当满足期货保证金安全存管监控的要求，真实、准确和完整地反映会员保证金的变动情况。

第九十七条 期货交易所应当按照中国证监会有关期货保证金安全存管监控的规定，向期货保证金安全存管监控机构报送相关信息。

第九十八条 公司制期货交易所收购本期货交易所股份、股东转让所持股份或者对其股份进行其他处置，应当经中国证监会批准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九十九条 期货交易所的高级管理人员应当具备中国证监会要求的条件。未经中国证监会批准，期货交易所的理事长、副理事长、董事长、副董事长、监事会主席、监事会副主席、总经理、副总经理、董事会秘书不得在任何营利性组织中兼职。

未经批准，期货交易所的其他工作人员和非会员理事不得以任何形式在期货交易所会员单位及其他与期货交易有关的营利性组织兼职。

第一百条 期货交易所工作人员应当自觉遵守有关法律、行政法规、规章和政策，恪尽职守，勤勉尽责，诚实信用，具有良好的职业操守。

期货交易所工作人员不得从事期货交易，不得泄漏内幕消息或者利用内幕消息获得非法利益，不得从期货交易所会员、客户处谋取利益。

期货交易所的工作人员履行职务，遇有与本人或者其亲属有利害关系的情形时，应当回避。

第一百零一条 期货交易所的所得收益按照国家有关规定管理和使用，但应当首先用于保证期货交易场所、设施的运行和改善。

第一百零二条 期货交易所应当向中国证监会履行下列报告义务：

（一）每一年度结束后4个月内提交经具有证券、期货相关业务资格的会计师事务所审计的年度财务报告；

（二）每一季度结束后15日内、每一年度结束后30日内提交有关经营情况和有关法律、行政法规、规章、政策执行情况的季度和年度工作报告；

（三）中国证监会规定的其他事项。

第一百零三条 发生下列重大事项，期货交易所应当及时向中国证监会报告：

（一）发现期货交易所工作人员存在或者可能存在严重违反

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国家有关法律、行政法规、规章、政策的行为；

（二）期货交易所涉及占其净资产10%以上或者对其经营风险有较大影响的诉讼；

（三）期货交易所的重大财务支出、投资事项以及可能带来较大财务或者经营风险的重大财务决策；

（四）中国证监会规定的其他事项。

第一百零四条 中国证监会可以根据市场情况调整期货交易所收取的保证金标准，暂停、恢复或者取消某一期货交易品种的交易。

第一百零五条 中国证监会认为期货市场出现异常情况的，可以决定采取延迟开市、暂停交易、提前闭市等必要的风险处置措施。

第一百零六条 中国证监会认为有必要的，可以对期货交易所高级管理人员实施提示。

第一百零七条 中国证监会派出机构对期货交易所会员进行风险处置，采取监管措施的，经中国证监会批准，期货交易所应当在限制会员资金划转，限制会员开仓、移仓和强行平仓等方面予以配合。

第一百零八条 中国证监会可以向期货交易所派驻督察员。督察员依照中国证监会的有关规定履行职责。

督察员履行职责，期货交易所应当予以配合。

第一百零九条 期货交易所应当按照国家有关规定及时缴纳期货市场监管费。

第七章 法律责任

第一百一十条 期货交易所未按照本办法第十五条、第三十五条、第五十二条、第六十八条、第八十八条、第九十五条、第一百零二条和第一百零三条的规定履行报告义务，或者未按照本办法第二十三条、第三十条、第三十八条、第四十三条、第五十一条和第九十七条的规定报送有关文件、资料和信息的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据《期货交易管理条例》第六十八条处罚。

第一百一十一条 期货交易所有下列行为之一的，根据《期货交易管理条例》第六十九条处罚：

（一）未经批准变更名称或者注册资本；

（二）未经批准设立分所或者其他任何交易场所；

（三）违反有价证券充抵保证金规定；

（四）不按照规定对会员进行检查；

（五）未建立或者未执行客户交易编码制度、保证金管理制度；

（六）交易结算系统和交易结算业务不符合本办法第九十六条的规定。

第一百一十二条 期货交易所工作人员违反本办法第一百条规定的，根据《期货交易管理条例》第八十二条处罚。

第八章 附 则

第一百一十三条 在中国证监会批准的其他交易场所进行期货交易的，依照本办法的有关规定执行。

第一百一十四条 本办法自2007年4月15日起施行。2002年5月17日发布的《期货交易所管理办法》（中国证券监督管理委员会令第6号）同时废止。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附 3

中国证券监督管理委员会令第 43 号

《期货公司管理办法》已经 2007 年 3 月 28 日中国证券监督管理委员会第 203 次主席办公会议审议通过，现予发布，自 2007 年 4 月 15 日起施行。

中国证券监督管理委员会主席：尚福林

二〇〇七年四月九日

期货公司管理办法

第一章 总 则

第一条 为了规范期货公司的经营活动，加强对期货公司的监督管理，保护客户的合法权益，促进期货市场积极稳妥发展，根据《公司法》和《期货交易管理条例》等法律、行政法规，制定本办法。

第二条 在中华人民共和国境内设立的期货公司，适用本办法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三条 期货公司应当遵守法律、行政法规和中国证券监督管理委员会（以下简称中国证监会）的规定，审慎经营，履行对客户的诚信义务。

第四条 期货公司的控股股东、实际控制人和其他关联人不得滥用权利，不得占用期货公司的资产或者挪用客户保证金和其他资产，不得损害期货公司、客户的合法权益。

第五条 中国证监会及其派出机构依法对期货公司及其分支机构实行监督管理。

中国期货业协会、期货交易所依法对期货公司实行自律管理。

期货保证金安全存管监控机构依法对保证金安全实施监控。

第二章 设立、变更与业务终止

第六条 申请设立期货公司，除应当符合《期货交易管理条例》第十六条规定的条件外，还应当具备下列条件：

（一）具有期货从业人员资格的人员不少于 15 人；

（二）具备任职资格的高级管理人员不少于 3 人。

第七条 申请设立期货公司，股东应当具有中国法人资格，持有 5%以上股权的股东应当具备下列条件：

（一）实收资本和净资产均不低于人民币 3000 万元，持续经营 2 个以上完整的会计年度，在最近 2 个会计年度内至少 1 个会计年度盈利；或者实收资本和净资产均不低于人民币 2 亿元；

（二）净资产不低于实收资本的 50%，或有负债低于净资产的 50%，不存在对财务状况产生重大不确定影响的其他风险；

（三）包括对期货公司的出资在内的累计对外长期股权投资不超过自身净资产；

（四）没有较大数额的到期未清偿债务；

（五）近 3 年内未因违法违规经营受到行政处罚或者刑事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

处罚；

（六）未因涉嫌违法违规经营正在被有权机关立案调查或者采取强制措施；

（七）在近3年内作为金融机构的股东或者实际控制人，或者作为上市公司的控股股东或者实际控制人，没有滥用股东权利、逃避股东义务等不诚信行为；

（八）其自然人股东、法定代表人或者高级管理人员没有被采取证券、期货市场禁入措施，或者禁入期限届满已逾2年；没有被撤销证券、期货高级管理人员任职资格或者从业人员资格，或者自被撤销之日起已逾2年；不存在《公司法》第一百四十七条第一款所列情形；

（九）不存在中国证监会根据审慎监管原则认定的其他不适合参股期货公司的情形。

第八条 设立期货公司，持有100%股权的股东除应当符合本办法第七条规定的条件外，净资本应当不低于人民币10亿元；股东不适用净资本或者类似指标的，净资产应当不低于人民币15亿元。

第九条 期货公司有关联关系的股东持股比例合计达到5%的，持股比例最高的股东应当符合本办法第七条规定的条件。

期货公司有关联关系的股东持股比例合计达到100%的，持股比例最高的股东应当符合本办法第八条规定的条件。

第十条 申请设立期货公司，应当向中国证监会提交下列申请材料：

（一）设立期货公司申请书；

（二）公司章程草案；

（三）经营计划；

（四）发起人名单及其审计报告；

（五）拟任用高级管理人员和从业人员名单、简历和相关资格证明；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（六）拟订的期货业务制度、内部控制制度和风险管理制度文本；

（七）场地、设备、资金证明文件；

（八）律师事务所出具的法律意见书；

（九）中国证监会规定的其他申请材料。

第十一条 按照本办法设立的期货公司，可以从事商品期货经纪业务；从事其他期货业务的，还应当取得相应的业务资格。

第十二条 期货公司申请金融期货经纪业务资格，应当具备下列条件：

（一）申请日前2个月的风险监管指标持续符合规定的标准；

（二）具有健全的公司治理、风险管理制度和内部控制制度，并有效执行；

（三）符合中国证监会期货保证金安全存管监控的规定；

（四）具有从事金融期货经纪业务的详细计划；

（五）业务设施和技术系统符合相关技术规范且运行状况良好；

（六）高级管理人员近2年内未受过刑事处罚，未因违法违规经营受过行政处罚，无不良信用记录，且不存在因涉嫌违法违规经营正在被有权机关调查的情形；

（七）不存在被中国证监会及其派出机构采取《期货交易管理条例》第五十九条第二款、第六十条规定的监管措施的情形；

（八）不存在因涉嫌违法违规经营正在被行政、司法机关立案调查的情形；

（九）近2年内未因违法违规经营受过刑事处罚或者行政处罚。但期货公司控股股东或者实际控制人变更，高级管理人员变更比例超过50%，对出现上述情形负有责任的高级管理人员和业务负责人已不在公司任职，且已整改完成并经期货公司住所地的中国证监会派出机构验收合格的，可不受此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

限制；

（十）控股股东净资产不低于人民币 3000 万元；

（十一）控股股东和实际控制人近 2 年内未受过刑事处罚，未因违法违规经营受过行政处罚，且不存在因涉嫌违法违规经营正在被有权机关立案调查的情形；

（十二）中国证监会根据审慎监管原则规定的其他条件。

第十三条　期货公司申请金融期货经纪业务资格，应当向中国证监会提交下列申请材料：

（一）金融期货经纪业务资格申请书；

（二）加盖公司公章的营业执照和业务许可证复印件；

（三）股东会或者董事会关于期货公司申请金融期货经纪业务资格的决议文件；

（四）申请日前 2 个月月末的期货公司风险监管报表，及申请日前 2 个月的风险监管指标持续符合规定标准的书面保证；

（五）公司治理、风险管理制度和内部控制制度文本及执行情况报告；

（六）从事金融期货经纪业务的计划书；

（七）业务设施和技术系统运行情况报告；

（八）《高级管理人员情况表》、《主要部门负责人情况表》和《从业人员情况表》；

（九）经具有证券、期货相关业务资格的会计师事务所审计的前 1 年度财务报告；申请日在下半年的，还应提供经审计的半年度财务报告；

（十）控股股东的经具有证券、期货相关业务资格的会计师事务所审计的最近一期的财务报告；

（十一）律师事务所就期货公司是否符合本办法第十二条第（六）项、第（八）项、第（九）项和第（十一）项规定的条件，以及股东会或者董事会决议是否合法出具的法律意见书；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（十二）若存在本办法第十二条第（九）项规定的情形的，还应提供期货公司住所地的中国证监会派出机构出具的整改验收合格的专项意见书；

（十三）中国证监会规定的其他申请材料。

第十四条 期货公司变更股权有下列情形之一的，应当经中国证监会批准：

（一）单个股东的持股比例增加到5%以上，或者有关联关系的股东合计持股比例增加到5%以上；

（二）持有5%以上股权的股东受让股权，或者有关联关系且合计持有5%以上股权的股东受让股权。

第十五条 期货公司变更股权有本办法第十四条所列情形的，应当符合下列条件：

（一）拟变更的股权不存在被查封、冻结等情形；

（二）期货公司与股东之间不存在交叉持股的情形，期货公司不存在为股权受让方提供任何形式财务支持的情形；

（三）涉及的股东符合本办法第七条、第八条、第九条规定的条件。

第十六条 期货公司变更股权有本办法第十四条所列情形的，应当向中国证监会提交下列申请材料：

（一）变更股权申请书；

（二）股东会关于变更股权的决议文件；

（三）股权转让合同，以及其他股东放弃优先购买权的承诺书；

（四）变更后期货公司股东股权背景情况图；

（五）间接持有期货公司5%及以上股权的自然人情况申报表；

（六）期货公司关于变更后股东之间是否存在关联关系、期货公司是否为股权受让方提供任何形式财务支持的情况说明；

（七）拟增加出资额的股东的股东会或者董事会做出的相关



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

决议；

（八）拟增加出资额的股东以及符合本办法第九条规定的股东的基本情况报告；

（九）拟增加出资额的股东以及符合本办法第九条规定的股东的审计报告；

（十）拟增加出资额的股东以及符合本办法第九条规定的股东关于投资期货公司的可行性报告和计划；

（十一）律师事务所出具的法律意见书；

（十二）中国证监会规定的其他材料。

第十七条 期货公司变更注册资本，应当符合下列条件：

（一）变更后注册资本不低于所从事的期货业务的注册资本最低限额；

（二）模拟计算的变更注册资本后的净资本和其他财务指标满足风险监管指标标准；

（三）增加注册资本的，拟增加出资或者受让股权的股东应当符合本办法第七条、第八条、第九条的规定。

第十八条 期货公司变更注册资本，应当经中国证监会审核，期货公司应当向中国证监会提交下列申请材料：

（一）变更注册资本申请书；

（二）股东会关于变更注册资本的决议文件；

（三）股东变更出资的合同，以及其他股东放弃优先购买权的承诺书；

（四）变更注册资本的详细方案；

（五）模拟计算的变更注册资本后的资产负债表、风险监管报表；

（六）本办法第十六条第（四）项至第（十一）项规定的材料；

（七）中国证监会规定的其他材料。

第十九条 期货公司变更股权或者注册资本，单个股东或者有关联关系的股东拟持有期货公司100％股权的，中国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证监会根据审慎监管原则进行审查，做出批准或者不批准的决定。

第二十条 期货公司变更法定代表人，拟任法定代表人应当具备任职资格。期货公司应当向住所地的中国证监会派出机构提交下列申请材料：

（一）变更法定代表人申请书；

（二）股东会关于变更法定代表人的决议文件。公司章程另有规定的，从其规定；

（三）拟任法定代表人任职资格证明；

（四）中国证监会规定的其他材料。

第二十一条 期货公司变更住所，应当妥善处理客户的保证金和持仓，拟迁入的住所和拟使用的设施应当符合期货业务的需要。期货公司在中国证监会不同派出机构辖区变更住所的，还应当符合下列条件：

（一）符合持续性经营规则；

（二）近 2 年内无重大违法违规经营记录，未发生重大风险事件；

（三）中国证监会根据审慎监管原则规定的其他条件。

第二十二条 期货公司变更住所，应当向拟迁入地中国证监会派出机构提交下列申请材料：

（一）变更住所申请书；

（二）变更住所的详细计划；

（三）拟变更后的住所所有权或者使用权证明和消防检验合格证明；

（四）妥善处理客户保证金和持仓的报告；

（五）中国证监会规定的其他材料。

第二十三条 期货公司申请设立营业部，应当具备下列条件：

（一）未因涉嫌违法违规经营正在被有权机关调查，近 1 年内未因违法违规经营受到行政处罚或者刑事处罚；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（二）申请日前3个月符合期货公司风险监管指标标准；

（三）符合有关客户资产保护和期货保证金安全存管监控的规定；

（四）公司治理和内部控制制度符合有关规定并有效执行；

（五）拟任负责人具备任职资格条件，业务岗位工作人员具备期货从业人员资格；

（六）业务岗位职责明确、分工合理，与营业部的经营计划相适应；

（七）具有符合期货业务需要的营业场所和设施；

（八）中国证监会根据审慎监管原则规定的其他条件。

第二十四条 期货公司申请设立营业部，应当向拟设立营业部所在地的中国证监会派出机构提交下列申请材料：

（一）设立营业部申请书；

（二）拟设立营业部的决议文件；

（三）申请日前3个月月末的风险监管报表；

（四）营业部的管理制度文本；

（五）拟任负责人任职资格申请材料或证明；

（六）拟任用从业人员名册、期货从业人员资格证书复印件；

（七）营业场所所有权或者使用权证明和消防检验合格证明；

（八）中国证监会规定的其他材料。

第二十五条 期货公司营业部变更负责人的，拟任负责人应当具备相应的任职资格。

期货公司应当向营业部所在地的中国证监会派出机构提交关于变更负责人申请书和拟任负责人任职资格证明。

第二十六条 期货公司营业部变更营业场所的，应当妥善处理客户的保证金和持仓，拟迁入的营业场所和拟使用的设施应当满足期货业务的需要。

期货公司应当向营业部所在地的中国证监会派出机构提交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下列申请材料：

（一）变更营业部营业场所申请书；

（二）变更营业部营业场所的详细计划；

（三）对客户保证金和持仓妥善处理的情况报告；

（四）拟变更后的营业场所所有权或者使用权证明和消防检验合格证明；

（五）中国证监会规定的其他材料。

本办法所称期货公司变更营业部营业场所仅限于在中国证监会同一派出机构辖区内变更营业场所。

第二十七条　期货公司营业部终止的，应当先行妥善处理该营业部客户的保证金和其他资产，结清期货业务并终止经营活动。

期货公司应当向营业部所在地的中国证监会派出机构提交下列申请材料：

（一）终止营业部申请书；

（二）拟终止营业部的决议文件；

（三）关于处理客户的保证金和其他资产、结清期货业务并终止经营活动的情况报告；

（四）中国证监会规定的其他材料。

第二十八条　期货公司因遭遇不可抗力等正当事由申请停业的，应当妥善处理客户的保证金和其他资产，清退或转移客户。

期货公司恢复营业的，应当符合期货公司持续性经营规则。停业期限届满后，期货公司仍未能恢复营业或者仍不符合持续性经营规则的，中国证监会可以根据《期货交易管理条例》第二十一条第一款的规定注销其期货业务许可证。

第二十九条　期货公司停业的，应当向中国证监会提交下列申请材料：

（一）停业申请书；

（二）停业决议文件；



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（三）关于处理客户的保证金和其他资产、结清期货业务的情况报告；

（四）中国证监会规定的其他材料。

第三十条 期货公司解散、破产的，应当先行妥善处理客户的保证金和其他资产，结清期货业务。

期货公司被撤销所有期货业务许可的，应当妥善处理客户的保证金和其他资产，结清期货业务；公司继续存续的，应当依法办理名称、营业范围和公司章程等工商变更登记，存续公司不得继续以期货公司名义从事期货业务，其名称中不得有“期货”或者近似字样。

第三十一条 期货公司设立、变更、解散、破产、被撤销期货业务许可或者其营业部设立、变更、终止的，期货公司应当在中国证监会指定的报刊或者媒体上公告。

第三十二条 期货公司及其营业部的许可证由中国证监会统一印制。许可证正本或者副本遗失或者灭失的，期货公司应当在 30 日内在中国证监会指定的报刊或者媒体上声明作废，并持登载声明向中国证监会重新申领。

第三章 公司治理

第三十三条 期货公司应当按照明晰职责、强化制衡、加强风险管理的原则，建立并完善公司治理。

第三十四条 期货公司与其控股股东在业务、人员、资产、财务、场所等方面应当严格分开，独立经营，独立核算。

期货公司的控股股东、实际控制人不得超越期货公司股东会、董事会任免期货公司的董事、监事、高级管理人员，或者非法干预客户保证金存管、交易、结算、风险管理、财务会计和营业部管理等经营管理活动。

期货公司不得向股东做出最低收益、分红的承诺；期货公司向股东、实际控制人及其关联人提供期货经纪服务的，不得降低风险管理要求。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三十五条 期货公司股东会应当按照《公司法》和公司章程，对职权范围内的事项进行审议和表决。股东会每年应当至少召开一次会议。

期货公司股东应当按照出资比例行使表决权。

第三十六条 期货公司的股东及实际控制人出现下列情形之一的，应当在3日内通知期货公司：

（一）所持有的期货公司股权被冻结、查封或者被强制执行；

（二）质押所持有的期货公司股权；

（三）决定转让所持有的期货公司股权；

（四）不能正常行使股东权利或者承担股东义务，可能造成期货公司治理的重大缺陷；

（五）涉嫌严重违法违规经营，被有权机关调查、采取强制措施；

（六）变更名称；

（七）合并、分立或者进行重大资产、债务重组；

（八）被撤销、接管、托管、关闭，或者解散、破产；

（九）其他可能影响期货公司股权变更的情形。

期货公司股东发生前款规定情形的，期货公司及其相关股东应当在5日内向期货公司住所地的中国证监会派出机构提交书面报告；期货公司实际控制人发生前款第（五）项至第（八）项所列情形的，期货公司及其实际控制人应当在5日内向期货公司住所地的中国证监会派出机构提交书面报告。

第三十七条 期货公司有下列情形之一的，应当立即书面通知全体股东，并向期货公司住所地的中国证监会派出机构报告：

（一）公司或其董事、监事、高级管理人员因涉嫌重大违法违规被有权机关立案调查或者采取强制措施；

（二）拟更换董事长、总经理；

（三）财务状况恶化，不符合中国证监会规定的风险监管指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标标准；

（四）客户发生重大透支、穿仓；

（五）发生突发事件，对期货公司和客户利益产生或者可能产生重大不利影响；

（六）其他可能影响期货公司持续经营的情形。

中国证监会及其派出机构对期货公司及其营业部作出的整改通知、监管措施和行政处罚等，期货公司应当书面通知全体股东。

第三十八条 期货公司应当设立董事会。董事会每年应当至少召开两次会议。董事会会议记录应当真实、准确、完整。

第三十九条 期货公司的董事会除应当行使《公司法》规定的职权外，还应当履行下列职责：

（一）审议并决定客户保证金安全存管制度，确保客户保证金存管符合有关客户资产保护和期货保证金安全存管监控的各项要求；

（二）审议并决定风险管理、内部控制制度。

第四十条 具有实行会员分级结算制度期货交易所结算业务资格的期货公司和独资期货公司等应当设独立董事。

独立董事应当保持独立性，不得在期货公司担任除董事以外的其他职务，不得与期货公司及其控股股东、实际控制人或者其他关联人存在可能妨碍其进行独立客观判断的关系。

独立董事应当遵守法律、行政法规和中国证监会的规定，遵守公司章程，对期货公司负有忠实义务和勤勉义务，维护客户、期货公司和全体股东的合法权益。期货公司的其他董事、监事和高级管理人员应当积极配合、协助独立董事履行职责。

第四十一条 期货公司应当按照《公司法》的规定设立监事会或监事，切实保障监事会和监事对公司经营情况的知情权。监事会或者监事应当按照《公司法》和公司章程的规定履行其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

职责。

第四十二条 期货公司章程应当就法定代表人对外代表公司进行经营活动时，违反董事会决定的公司经营计划和期货保证金安全存管、风险管理、内部控制等制度或者其他董事会决议的行为，规定法定代表人应当承担的责任与相应的责任追究程序。

第四十三条 期货公司应当设首席风险官，对期货公司经营管理行为的合法合规性、风险管理进行监督、检查。

首席风险官发现涉嫌占用、挪用客户保证金等违法违规行为或者可能发生风险的，应当立即向中国证监会派出机构和公司董事会报告。

期货公司拟解聘首席风险官的，应当有正当理由并向中国证监会派出机构报告。首席风险官不履行职责的，中国证监会及其派出机构有权责令更换。

第四十四条 期货公司的董事长、总经理、首席风险官之间不得存在近亲属关系。董事长和总经理不得由一人兼任。

第四十五条 期货公司应当合理设置业务部门及其职能，建立交易、结算、风险管理、财务等岗位责任制度，对关键岗位及业务实施重点控制，确保前、中、后台业务分开。

期货公司交易、结算、财务业务应当由不同部门和人员分开办理。

第四十六条 期货公司应当设立风险管理部门或者岗位，管理和控制期货公司的经营风险。

期货公司应当设立合规审查部门或者岗位，对期货公司经营管理行为的合法合规性进行审查、稽核。

第四十七条 期货公司应当按照中国证监会的规定对营业部实行统一结算、统一风险管理、统一资金调拨、统一财务管理和会计核算，建立规范、完善的营业部岗位责任制度和业务操作规程。

期货公司不得与他人合资、合作经营管理营业部，不得将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

营业部承包、租赁或者委托给他人经营管理。

第四章　经纪业务规则

第四十八条　期货公司应当按照审慎经营的原则，建立并有效执行风险管理、内部控制、期货保证金存管等业务制度和流程，保持财务稳健并持续符合中国证监会规定的风险监管指标标准，确保客户的交易安全和资产安全。

第四十九条　期货公司应当遵循诚实信用原则，以专业的技能，勤勉尽责地执行客户的委托，维护客户的合法权益。

期货公司应当避免与客户的利益冲突，当无法避免时，应当确保客户利益优先。

第五十条　除《期货交易管理条例》第二十六条规定的情形外，下列人员不得以本人或者他人名义从事期货交易：

（一）无民事行为能力人或者限制民事行为能力人；

（二）期货公司的工作人员及其配偶；

（三）中国证监会及其派出机构、期货交易所、期货保证金安全存管监控机构和中国期货业协会的工作人员及其配偶。

第五十一条　客户开立账户，必须出具中国公民身份证明或者中国法人资格或者其他经济组织资格的合法证件，中国证监会另有规定的除外。

第五十二条　期货公司在为客户开立账户前，应当向客户出示《期货交易风险说明书》，由客户签字确认已了解《期货交易风险说明书》的内容，并签订期货经纪合同。期货公司不得为未签订《期货经纪合同》的客户开立账户。

《〈期货经纪合同〉指引》、《期货交易风险说明书》的内容和格式由中国期货业协会制定。

期货公司应当根据《〈期货经纪合同〉指引》及时更新《期货经纪合同》格式文本，报中国期货业协会审查备案，并报住所地的中国证监会派出机构备案。

期货公司对外发布的广告宣传材料，应当自发布之日起5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个工作日内报住所地的中国证监会派出机构备案。

第五十三条 期货公司应当向客户充分揭示期货交易的风险，在其营业场所备置期货交易相关法规、期货交易所业务规则，并公开相关期货经纪业务流程、相关从业人员资格证明等资料供客户查阅。

期货公司应当在期货经纪合同、本公司网站和营业场所提示客户可以通过中国期货业协会网站查询其从业人员资格公示信息。

第五十四条 期货公司应当按照规定为客户申请交易编码。期货公司办理客户销户手续时，应当按照规定及时向期货交易所申请注销客户的交易编码。

第五十五条 客户需要委托他人办理下达指令、调拨资金等事项的，应当在期货经纪合同中指定受托人及明确其受托权限，约定联络方式、指令下达方式并预留受托人签字。

第五十六条 客户可以通过书面、电话、计算机、互联网等委托方式下达交易指令。以书面方式下达交易指令的，客户应当填写书面交易指令单；以电话方式下达交易指令的，期货公司应当同步录音；以计算机、互联网等委托方式下达交易指令的，期货公司应当以适当的方式保存该交易指令。

第五十七条 期货公司为客户提供互联网委托服务的，应当建立互联网交易风险管理制度，并对客户进行互联网交易风险的特别提示。

第五十八条 期货公司应当按照时间优先的原则传递客户交易指令。

第五十九条 期货公司应当在期货经纪合同中约定风险管理的标准、条件及处置措施。

第六十条 期货公司应当在每日交易闭市后为客户提供交易结算报告。客户应当按照期货经纪合同约定的时间和方式查询交易结算报告的内容。

期货公司应当根据期货交易所或者有结算业务资格的机构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的结算结果对客户进行当日结算，结算科目的内容、格式、处理方式和处理日期应当与期货交易所保持一致。

期货公司应当在期货经纪合同、本公司网站和营业场所提示客户可以通过期货保证金安全存管监控机构查询服务系统，查询期货交易结算结果和有关期货交易的其他信息。

第六十一条 客户对交易结算报告的内容有异议的，应当在期货经纪合同约定的时间内向期货公司提出书面异议；客户对交易结算报告的内容无异议的，应当按照期货经纪合同约定的方式确认。客户既未对交易结算报告的内容确认，也未在期货经纪合同约定的时间内提出异议的，视为对交易结算报告内容的确认。

客户有异议的，期货公司应当在期货经纪合同约定的时间内予以核实。

第六十二条 期货公司应当制定并执行错单处理业务规则。

第六十三条 期货公司应当建立客户资料档案，除依法接受调查和检查外，应当为客户保密。

第六十四条 期货公司应当建立、健全客户投诉处理制度。期货公司应当将客户的投诉材料及处理结果存档。

第六十五条 期货公司之间或者期货公司与客户之间发生期货业务纠纷的，可以提请中国期货业协会、期货交易所调解处理。

第六十六条 客户与期货公司的委托关系终止的，应当办理相关的销户手续。期货公司不得将客户未注销的资金账号、交易编码借给他人使用。

第六十七条 期货公司应当建立交易、结算、财务数据的备份制度。

有关开户、变更、销户的客户资料档案应当自期货经纪合同终止之日起至少保存 20 年；交易指令记录、交易结算记录、错单记录、客户投诉档案以及其他业务记录应当至少保存 20 年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期货公司以电子数据方式保存或者备份相关资料的，应当确保电子数据的真实、可靠，采取有效措施防止电子数据被篡改、损毁，保存的电子数据资料应当能随时转化为纸质形式。

第六十八条 期货公司可以委托经中国证监会批准的其他机构从事中间介绍业务。

第五章 客户资产保护

第六十九条 期货公司存管的期货保证金属于客户所有，除依据《期货交易管理条例》第二十九条划转客户保证金外，禁止任何单位或者个人以任何形式占用、挪用。期货公司破产或者清算时，客户的保证金和充抵保证金的其他资产不属于破产财产或者清算财产。非因客户本身的债务或者法律、行政法规规定的其他情形，不得查封、冻结、扣划或者强制执行客户的保证金和充抵保证金的其他资产。

客户的保证金应当与期货公司的自有资产相互独立、分别管理。

第七十条 期货公司应当在依法批准的期货保证金存管银行开立期货保证金账户。

期货公司开立、变更或者撤销期货保证金账户的，应在当日向其住所地的中国证监会派出机构和期货保证金安全存管监控机构备案，并通过规定的方式向客户披露期货保证金账户开立、变更或者撤销情况。

客户应当将保证金存入期货公司通过期货保证金安全存管监控机构网站披露的期货保证金账户。

期货保证金账户是指期货公司在期货保证金存管银行开立的用于存放和管理客户保证金的专用存款账户，包括期货公司在期货交易所所在地开立的、用于与期货交易所办理期货业务资金往来的专用资金账户。

第七十一条 期货公司存管的客户保证金应当全额存放

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在期货保证金账户和期货交易所专用结算账户内，严禁在期货保证金账户和期货交易所专用结算账户之外存放客户保证金。

第七十二条 客户应当向期货公司登记以本人名义开立的用于存取保证金的期货结算账户。

期货公司和客户应当通过备案的期货保证金账户和登记的期货结算账户转账存取保证金。

第七十三条 期货公司应当按照期货保证金安全存管监控的规定，及时向期货保证金安全存管监控机构报送信息。

第七十四条 期货保证金存管银行未能按照中国证监会有关规定向期货保证金安全存管监控机构报送有关期货保证金信息的，期货公司应当按照中国证监会及其派出机构的要求将期货保证金转存至其他符合规定的期货保证金存管银行。

第七十五条 期货公司应当按照期货交易所规则，使用自有资金缴存结算担保金、结算准备金，并维持最低数额的结算准备金等专用资金，确保客户期货交易的正常进行和客户保证金的安全。

第七十六条 客户在期货交易中违约造成保证金不足的，期货公司应当以风险准备金和自有资金垫付，不得占用其他客户的保证金。

期货公司应当按照规定提取、管理和使用风险准备金，不得挪作他用。

第六章 监督管理

第七十七条 期货公司应当按照规定定期报送年度报告、月度报告等有关资料。

期货公司的董事、高级管理人员、财务负责人应当对年度报告签署确认意见；法定代表人、经营管理的主要负责人和财务负责人应当对月度报告签署确认意见。

在期货公司年度报告、月度报告上签字的人员，应当保证

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报告的内容真实、准确、完整；对报告内容有异议的，应当注明自己的意见和理由。

第七十八条 中国证监会及其派出机构可以要求下列机构或者个人，在指定的期限内报送与期货公司经营管理和财务状况等相关的资料：

（一）期货公司及其董事、监事、高级管理人员及其他工作人员；

（二）期货公司的股东、实际控制人或者其他关联人；

（三）为期货公司提供相关服务的会计师事务所、律师事务所、资产评估机构等中介服务机构。

第七十九条 期货公司的股东、实际控制人或者其他关联人在期货公司从事期货交易的，期货公司应当自开户之日起5个工作日内向其住所地的中国证监会派出机构备案，定期向全体股东、董事会和监事会或者监事报告相关交易情况，并定期向其住所地的中国证监会派出机构报告相关交易情况。

第八十条 发生下列事项之一的，期货公司应当在5个工作日内向其住所地的中国证监会派出机构书面报告：

（一）变更名称、公司章程；

（二）发生本办法第十四条规定情形以外的股权变更；

（三）作出终止业务等重大决议；

（四）任免董事、监事、高级管理人员、财务负责人、营业部负责人，或者高级管理人员的分工发生变更；

（五）被有权机关立案调查或者采取强制措施；

（六）中国证监会规定的其他事项。

发生影响或者可能影响期货公司经营管理、财务状况或者客户资产安全的重大事件的，期货公司应当立即向中国证监会派出机构报告，说明事件的起因、目前的状态、可能发生的后果以及应对方案或者措施。

第八十一条 期货公司聘请或者解聘会计师事务所的，应当自作出决定之日起5个工作日内向其住所地的中国证监会派

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出机构报告；解聘会计师事务所的，应当说明理由。

中国证监会派出机构有理由认为会计师事务所不适合从事期货公司审计业务的，可以要求期货公司予以更换。

第八十二条 期货公司应当按照中国证监会的规定公开披露其基本情况、经营管理状况等有关信息。

第八十三条 有关机构和个人报送、提供或者披露的资料、信息应当真实、准确、完整，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

第八十四条 中国证监会可以组织派出机构对期货公司或者营业部实施定期或者不定期的现场检查。

中国证监会派出机构可以对辖区内期货公司或者营业部实施现场检查。

中国证监会及其派出机构依法履行职责进行检查时，检查人员不得少于 2 人，并应当出示合法证件和检查通知书，不得泄露所知悉的商业秘密。

第八十五条 中国证监会及其派出机构有权采取下列措施，对期货公司或者营业部的经营管理、业务活动、财务状况等进行检查：

（一）询问期货公司及其营业部的工作人员，要求其对被检查事项作出解释、说明；

（二）查阅、复制与被检查事项有关的文件、资料；

（三）查询期货公司及其营业部的期货保证金账户；

（四）检查期货公司及其营业部的交易、结算及财务等电脑系统。

第八十六条 中国证监会及其派出机构认为期货公司可能存在下列情形之一的，可以要求其聘请中介服务机构进行专项审计、评估或者出具法律意见：

（一）期货公司的年度报告、月度报告或者临时报告等存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏；

（二）违反有关客户资产保护和期货保证金安全存管监控规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定或者风险监管指标管理规定；

（三）中国证监会根据审慎监管原则认定的其他重大情形。

期货公司应当配合有关中介服务机构工作，如实提供有关文件和资料。

第八十七条 期货公司及其股东、实际控制人或者其他关联人，为期货公司提供相关服务的会计师事务所、律师事务所、资产评估机构等中介服务机构涉嫌违反本办法有关规定的，中国证监会及其派出机构可以与其负责人以及相关工作人员进行监管谈话，责令改正，出具警示函。

第八十八条 期货公司或其营业部有下列情形之一的，中国证监会及其派出机构可以依据《期货交易管理条例》第五十九条的规定，采取相应的监管措施：

（一）公司治理不健全或者未有效执行，部门或者岗位设置存在较大缺陷，关键业务岗位或者人员缺位或者未履行应有职责等情况，可能影响期货公司持续经营；

（二）期货经纪业务规则不健全或者未有效执行，风险管理或者内部控制等存在较大缺陷，经营管理混乱，可能影响期货公司持续经营或者客户交易安全；

（三）期货结算业务规则不健全或者未有效执行，可能损害其他期货公司或者客户的合法权益；

（四）不符合有关客户资产保护或者期货保证金安全存管监控规定，可能影响客户资产安全；

（五）未按规定实行营业部统一管理制度，经营管理存在较大风险或者风险隐患；

（六）未按规定委托中间介绍业务，业务活动存在较大风险或者风险隐患；

（七）交易、结算或者财务系统存在重大缺陷的，可能造成有关数据失真或者损害客户合法权益；

（八）股东、实际控制人或者其他关联人出现停业、重大风险或者涉嫌严重违法违规等重大情况，可能影响期货公司治理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或者持续经营；

（九）存在可能影响财务稳健状况的纠纷、仲裁、诉讼；

（十）报送、提供或者出具的有关报告、材料或者信息等存在虚假、误导或者遗漏；

（十一）不符合其他持续性经营规则规定或者出现其他经营风险的情形。

对经过整改仍未达到经营条件的期货公司营业部，中国证监会派出机构有权依法关闭该营业部。

第八十九条　未经中国证监会批准，任何个人或者单位及其关联人擅自持有期货公司5%以上股权，或者通过提供虚假申请材料等方式成为期货公司股东，中国证监会可以责令其限期转让股权。

该股权在转让之前，不具有表决权、分红权。

第九十条　期货公司的股东、实际控制人或其他关联人有下列情形之一的，中国证监会及其派出机构可以责令其限期整改：

（一）占用期货公司的资产，可能影响期货公司持续经营；

（二）直接任免期货公司的董事、监事、高级管理人员，或者非法干预期货公司经营管理活动；

（三）股东未按照出资比例行使表决权；

（四）报送、提供或者出具的有关报告、材料或者信息等存在虚假、误导或者遗漏。

因前款情形致使期货公司不符合持续性经营规则或者出现经营风险的，中国证监会及其派出机构可以依据《期货交易管理条例》第五十九条的规定责令控股股东转让股权或者限制其行使股东权利。

第七章　法律责任

第九十一条　未经中国证监会批准，任何个人或者单位及其关联人擅自持有期货公司5%以上股权，或者通过提供虚假申

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

请材料等方式成为期货公司股东，情节严重的，给予警告，单处或者并处 3 万元以下罚款。

第九十二条 期货公司及其营业部接受未办理开户手续的单位或者个人委托进行期货交易，或者将客户的资金账号、交易编码借给其他单位或者个人使用的，给予警告，单处或者并处 3 万元以下罚款。

第九十三条 会计师事务所、律师事务所、资产评估机构等中介服务机构不按照规定履行报告义务，提供或者出具的报告、材料、意见不完整，责令改正，没收业务收入，单处或者并处 3 万元以下罚款。对直接负责的主管人员和其他责任人员给予警告，并处 3 万元以下罚款。

第九十四条 期货公司及其营业部有下列行为之一的，根据《期货交易管理条例》第七十条处罚：

（一）未按照规定将客户保证金与期货公司的自有资产相互独立、分别管理；

（二）未按照规定缴存结算担保金、结算准备金，或者未维持最低数额的结算准备金等专用资金；

（三）对股东、实际控制人及其关联人的期货交易降低风险管理要求，侵害其他客户合法权益；

（四）以合资、合作、联营方式设立营业部，或者将营业部承包、出租给他人，或者违反营业部集中统一管理规定；

（五）在期货保证金账户和期货交易所专用结算账户之外存放客户保证金；

（六）向期货保证金安全存管监控机构报送的信息存在虚假、误导或者重大遗漏；

（七）占用客户保证金；

（八）违反中国证监会有关结算业务管理规定，利用结算业务关系损害其他期货公司及其客户合法权益；

（九）违反规定委托中间介绍业务，损害客户合法权益；

（十）违反中国证监会有关风险监管指标规定；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（十一）拒不配合、阻碍或者破坏中国证监会及其派出机构监督管理；

（十二）违反有关期货投资者保障基金管理规定；

（十三）违反有价证券充抵保证金的有关规定。

第九十五条 期货公司及其营业部有下列情形之一的，根据《期货交易管理条例》第七十一条处罚：

（一）发布虚假广告或者进行虚假宣传，诱骗客户参与期货交易；

（二）不按照规定变更或者撤销期货保证金账户，或者不按照规定的方式向客户披露期货保证金账户信息。

第八章 附 则

第九十六条 香港、澳门服务提供者参股期货公司的，适用中国证监会有关规定。

第九十七条 本办法自2007年4月15日起施行。2002年5月17日发布的《期货经纪公司管理办法》（中国证券监督管理委员会令第7号）、中国证监会发布的《关于期货经纪公司营业部设立、变更、终止有关问题的通知》（证监期货字［2004］41号）、《关于期货经纪公司变更法定代表人、注册资本、股东或者股权结构、住所有关问题的通知》（证监期货字［2004］42号）、《关于期货经纪公司设立、解散、合并有关问题的通知》（证监期货字［2004］46号）、《关于期货经纪公司股东资格及相关问题的通知》（证监期货字［2005］155号）同时废止。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股指期货
操作精解

● 最详尽的股指期货理论知识，最全面的股指期货操作技巧，理论与实战的完美结合，股票投资者进入股指期货市场的必备宝典

责任编辑：易 军 责任技编：黎碧霞

GU ZHI QI HUO

ISBN 978-7-218-05515-2



定价：26.00元